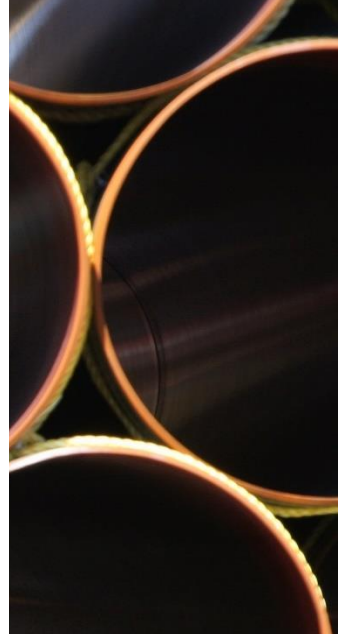
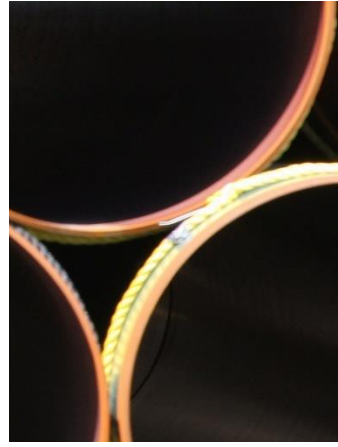




Borusan Birleşik Boru Fabrikaları San. ve Tic. A.Ş.
ile BMB Holding A.Ş.'nin
Birleşme ve Hisse Değişim Oranlarının Tespitine İlişkin
Uzman Kuruluş Raporu

6 Eylül 2024



Gizli ve Özel



Serkan Aslan

Ortak

serkan.aslan@pwc.com

Ergun Temizkan, CFA

Direktör

ergun.temizkan@pwc.com

Ayşegül Temel

Kıdemli Müdür

aysegul.temel@pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Kılıçpaşa Mah. Meclis-i Mebusan

Cad. No: 8 Galataport D Blok

Beyoğlu, İstanbul

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Meclisi Mebusan Cad. No: 37 34427

Salıpazarı / İstanbul

6 Eylül 2024

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("BBB") ile BMB Holding A.Ş. ("BMBH") şirketleri (beraber "Birleşecek Şirketler") birleşme kararı almışlardır. BBB'nin halka açık ortaklığı bulunması sebebiyle, birleşme Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 1. maddesi kapsamında dikkate alınmaktadır. Aynı tebliğin 7. maddesi doğrultusunda bir uzman kuruluş tarafından Birleşecek Şirketler'in birleşme ve hisse değişim oranlarının tespitine ilişkin "Uzman Kuruluş Raporu" ("Rapor") hazırlanması gerekmektedir. İlgili gereksinimin karşılanması için, PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("PwC") ile BBB arasında 01.08.2024 tarihinde danışmanlık sözleşmesi (bkz. Ek 1) imzalanmıştır.

Bu rapor, Birleşecek Şirketler'in Yönetimlerinin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda 30 Haziran 2024 tarihi itibarıyla birleşme ve değişim oranlarının uygun değerlendirme yaklaşımları kullanılarak tespit edilmesi amacıyla Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 7. maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır. Çalışmamız, Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Çalışmada Birleşecek Şirketler tarafından sağlanan geçmiş finansal ve operasyonel bilgiler ile finansal projeksiyonlar kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Birleşecek Şirketler Yönetimleri tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece BBB Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, Raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı BBB Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan,

Ortak

Gizli ve Özel

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/8)

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın amacı, BBB ile BMBH'nin, BBB çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının tespitine yönelik Uzman Kuruluş Raporu'nu hazırlamaktır.

PwC; çalışma kapsamında, Birleşecek Şirketler'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Birleşecek Şirketler'in değerlerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Makul Değer

Rapor'un okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir. *Rapor'da baz alınan değer "Makul Değer"dir.* SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliği'nde belirtildiği gibi yapılan değerlendirme faaliyetlerinde Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına (UDS) uyulması zorunludur. *UDS'ye göre ise Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır.*

Bilgi Kaynakları

Çalışmada kullanılan geçmiş finansal ve operasyonel veriler ile projeksiyonlar BBB ve BMBH Yönetimleri (ikisi birlikte "Şirket Yönetimi") tarafından sağlanmıştır. BBB'nin makul değerinin tahmin edilmesi kapsamında iştirakleri arasında bulunan Borçelik Çelik San. Tic. A.Ş.'nin ("Borçelik") değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiş olup geçmiş finansal verileri ile projeksiyonları Borçelik Yönetimi tarafından ayrıca sağlanmıştır.

Geçmiş finansal veriler:

- BBB ve BMBH için TFRS'ye uygun mali tabloları içermektedir.
- BBB için, 31.12.2019 – 31.12.2023 dönemlerini ve 30.06.2024 dönemini kapsayan, bağımsız denetimden geçmiş ve bağlı ortaklıkların operasyonlarını da içeren konsolide mali tablolar kullanılmıştır.
- BMBH için, -hesap dönemi tarihinin 31 Mart olması nedeni ile- 31.03.2021 - 30.06.2024 dönemlerini kapsayan, bağımsız denetimden geçmiş solo finansal tabloları ve bağımsız denetim raporları paylaşılmıştır.
- Borçelik için UFRS'ye uygun 31.12.2019 – 30.06.2024 dönemleri için mali tablolar kullanılmıştır

PwC bu çalışma kapsamında Birleşecek Şirketler'e ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan mali tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/8)

Bilgi Kaynakları (Devamı)

Finansal ve operasyonel tahminler:

- Gelir Yaklaşımı kapsamında değerlendirilen BBB ve Borçelilik için geçmiş döneme ilişkin verilerle uyumlu, 2024 – 2033 yıllarını kapsayan iş planları dikkate alınmıştır.
- Operasyonel bir faaliyeti bulunmayan BMBH için ise herhangi bir projeksiyon çalışması kullanılmamıştır.

PwC, BBB ve BMBH Yönetimleri tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar BBB Yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde BBB ve BMBH Yönetimleri ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır.

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece BBB Yönetimi için hazırlanmıştır. *PwC, bu raporun BBB Yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir.* Raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk BBB Yönetimi'nde kalacaktır. *Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir beklenti veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.*

Değerleme Tarihi

Birleşme işleminde, SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 6. maddesinin 1. fıkrası çerçevesinde, en az 6 aylık faaliyet dönemini kapsayacak ve finansal tablo tarihi ile genel kurul toplantı tarihi arasında altı aydan fazla süre geçmeyecek şekilde düzenlenmiş **30 Haziran 2024** ara dönem finansal tabloları esas alınmıştır. Aynı tebliğin 7. maddesinin 1. fıkrası çerçevesinde değerlendirme çalışması işleme esas alınan finansal tabloların tarihi olan **30.06.2024** tarihi dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Raporlama Tarihi

Rapor **06.09.2024** itibarıyla hazırlanmış ve bu tarih sonrasındaki gelişmeler çalışmada dikkate alınmamıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/8)

Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmasında;

- Gelir Yaklaşımı ("GY") kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA"),
- Piyasa Yaklaşımı ("PY") kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler ("KŞ") ve Karşılaştırılabilir İşlemler ("Kİ"),
- Borsa Yaklaşımı ("BY") ve
- Net Varlık Yaklaşımı ("NVY") olmak üzere **4 ana yöntem altında 5 farklı yaklaşım** dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları

Bu yöntemde bir şirket/varlığın değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerlerine indirgenmesiyle elde edilmektedir.

- İNA çalışması kapsamında BBB ile operasyonlarının bir bütün olarak ele alınmasının daha anlamlı olduğu düşünülen bağlı ortaklarının (ilgili bağlı ortaklıklara ilişkin detaylar ilerleyen bölümde açıklanmıştır) gelir/giderlerini, yatırım harcamalarını, işletme sermayesi ihtiyaçlarını bütüncül bir bakış açısı ile öngören indirgenmiş nakit akımı modeli hazırlanmıştır. İNA çalışması kapsamında söz konusu operasyonların gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değeri, BBB'nin ve bağlı ortaklıklarının (faaliyetlerinin bulunduğu ülkeler de göz önünde bulundurularak) risk profillerine uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle tahmin edilmiştir.
- Aynı zamanda BBB'nin makul hisse değeri tahmin edilirken BBB'nin iştirakleri arasında yer alan Borçelik için de Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA çalışması gerçekleştirilmiş ve benzer bir finansal model hazırlanmıştır. Söz konusu çalışma neticesinde tahmin edilen hisse değeri diğer değerlendirme yöntemleri ile birlikte dikkate alınarak, uygun bir oranda ağırlıklandırılmış ve BBB'nin Borçelik sahiplik oranı doğrultusunda BBB'nin hisse değerine eklenmiştir.
- BMBH'nin mevcut bağlı ortaklıklarının temettü gelirleri dışında nakit akışı elde ettiği operasyonları bulunmamaktadır. Bu doğrultuda gelir yaklaşımı kapsamında değer tahmin edilirken, özkaynak toplamı dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/8)

Değerleme Yöntemleri (Devamı)

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirketler ve işlemler yöntemlerine göre; *değerlemeye konu olan şirket ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerlendirme çarpanları dikkate alınarak toplam hisse değeri tahmin edilmektedir.* Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde;

- BBB'ye benzer operasyona, karlılık ve borçluluk oranlarına sahip ve BBB'nin faaliyet gösterdiği iş kollarında faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK çarpanı" belirlenmiştir. İlgili ŞD/FAVÖK çarpanları, 2019-2023 arası ve 30.06.2024 dönemleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.
- BMBH'nin karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında tahmin edilen değeri BBB'nin karşılaştırılabilir şirketler yaklaşımında tahmin edilen değeri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Karşılaştırılabilir İşlemler analizinde;

- BBB'ye benzer operasyonlara sahip şirketleri konu alan detayları kamuya açıklanmış işlemler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK çarpanı" belirlenmiştir.
- BMBH'nin karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında tahmin edilen değeri BBB'nin karşılaştırılabilir işlemler yaklaşımında tahmin edilen değeri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Borsa Yaklaşımı

Aktif bir piyasadan elde edilebilecek fiyat bilgisinin değere yönelik anlamlı bir gösterge olması nedeniyle, Birleşecek Şirketler'den halka açık olan BBB için Borsa Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

- Borsa Yaklaşımı kapsamında değer hesaplanırken, BBB'nin günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı, Rapor tarihine en yakın tarih olan 03.09.2024 tarihinden geriye dönük farklı aylık zaman dilimleri bazında incelenmiş, söz konusu tarihten geriye dönük ortalama **3 aylık ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatının** Borsa Yaklaşımı'na göre BBB'nin makul değerinin en uygun göstergesi belirlenmiştir.
- BMBH'nin hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle BBB'nin borsa yaklaşımı sonuçları dikkate alınarak tahmini hisse değeri hesaplanmıştır. Bu hesaplama için BMBH'nin mali tablolarında BBB'nin borsa yaklaşımı ile tahmin edilen değerinin düzeltilmesi sonrası özkaynak değeri dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (5/8)

Değerleme Yöntemleri (Devamı)

Net Varlık Yaklaşımı ("NVY")

Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır. Net varlık yaklaşımı kapsamında;

- BBB için 30.06.2024 tarihi itibarıyla TFRS finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve denetlenmiş mali tabloları dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında yer alan konsolide özkaynak tutarı; Borçelik'in hisse değeri, Vobarno'nun hisse değeri, operasyonel olmayan gayrimenkullerin ve sabit kıymetlerin makul değerleri düzeltilerek net varlık değeri tahmin edilmiştir.
- BMBH için TFRS'ye uygun olarak hazırlanmış ve denetlenmiş mali tablolar dikkate alınmıştır. BMBH için 30.06.2024 mali tablolarında yer alan özkaynak tutarı BBB'nin net varlık yaklaşımı sonucunda tahmin edilen hisse değeri doğrultusunda düzeltilerek net varlık değeri tahmin edilmiştir.

Çalışmada Kullanılan Para Birimi

BBB ve Borçelik operasyonlarında ağırlıklı olarak \$ kullanılmaktadır ve bağımsız denetçi tarafından fonksiyonel para birimi \$ olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla değerlendirme çalışmasında \$ para birimi dikkate alınmıştır. \$ bazında tahmin edilen şirket değerleri 30.06.2024 dönem sonu alış kuruyla TL'ye çevrilmiştir. BMBH için ise söz konusu çalışmalar TL olarak gerçekleştirilmiştir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (6/8)

Çalışma Ekibi

Değerleme çalışmasında 3'ü yönetici konumunda toplam 7 kişilik bir ekip çalışmıştır. Yönetici ekibin kısa özgeçmişleri aşağıda sunulmuştur:

Serkan Aslan (Ortak): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Bölümü mezunudur. Şirket değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında 25 yıldan fazla deneyime sahip olan Serkan, PwC Değerleme ve Modelleme ekibine liderlik etmektedir. Serkan, Sermaye Piyasaları İleri Düzey 3 (**SPL Sicil No: 770, Belge No: 200544**) lisansına sahiptir.

Ergun Temizkan, CFA (Direktör): İstanbul Üniversitesi İngilizce İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur. Kariyerine 2010 yılında PwC denetim ekibinde başlamış ve 2013 yılında Değerleme ve Modelleme ekibine katılmıştır. Bu süre zarfında, değerlendirme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında tecrübe edinmiştir. 2019 yılında PwC Belçika ekibine Kıdemli Müdür olarak transfer olmasının ardından, görev süresini tamamlayarak yeniden PwC Türkiye Değerleme ve Modelleme ekibine direktör olarak katılmıştır. Ergun, aynı zamanda CFA Charterholder unvanına sahiptir.

Ayşegül Temel (Kıdemli Müdür): Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme bölümünden 2015 yılında mezun olduktan sonra kariyerine bir danışmanlık şirketinde vergisel özel inceleme departmanında başlamıştır. Sonrasında bir başka danışmanlık şirketinde kurumsal finansman departmanında çalışmıştır. Burada edindiği tecrübelerden sonra kariyerine PwC Türkiye Değerleme Hizmetleri ekibinde Müdür olarak devam etmekte olan Ayşegül, şirket değerlendirme, vergisel ve raporlama amaçlı değerlendirme, stratejik yatırımcılar ya da devralmalara yönelik değerlemeler ve fizibilite çalışmalarında 3 yıldan fazla deneyime sahiptir.

Borusan Grubu ile İlişkimiz

Son 3 yıl içerisinde BBB'nin bağlı bulunduğu Borusan Holding ve grup şirketlerine çeşitli değerlendirme hizmetleri sunulmuştur.

Bağımsızlık Beyanımız

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Birleşecek Şirketler'in birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin Uzman Kuruluş Raporu için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Birleşecek Şirketler ile, bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Birleşecek Şirketler'in yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminlerde iş planları baz alınmış olup, BBB Yönetimi ile tartışılarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarının adil ve makul olmasını sağlayabilmek için BBB Yönetimi'nden alınan iş planları, geçmiş performans ve halka açık kaynaklarda sunulan beklentiler ile karşılaştırılmış ve gerekli görüldüğü takdirde düzeltilerek çalışmamızda yer almıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (7/8)

II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği

Birleşme; 6362 Nolu Sermaye Piyasası Kanunu, SPK'nın Seri: II, No. 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'ni ve Seri:II, N 23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ve ilgili diğer mevzuat hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Uzman Kuruluş Raporu'muz, SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği dikkate alınarak hazırlanmıştır.

II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği / Uzman Kuruluş Raporu

Madde 7

- (1) Birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. Söz konusu raporda *değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi dikkate alınır.*
- (2) Değerleme işlemlerinde, Kurulun ("SPK") değerlemeye ilişkin düzenlemeleri dikkate alınır.
- (3) Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. *Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerlendirme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur.*

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (8/8)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulunun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden:

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Değerleme ve Modelleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmasını talep eden BBB ile şirketimiz arasında hizmet sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Bağımsızlık) ve,
- Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,

Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" in 3. maddesi çerçevesinde:

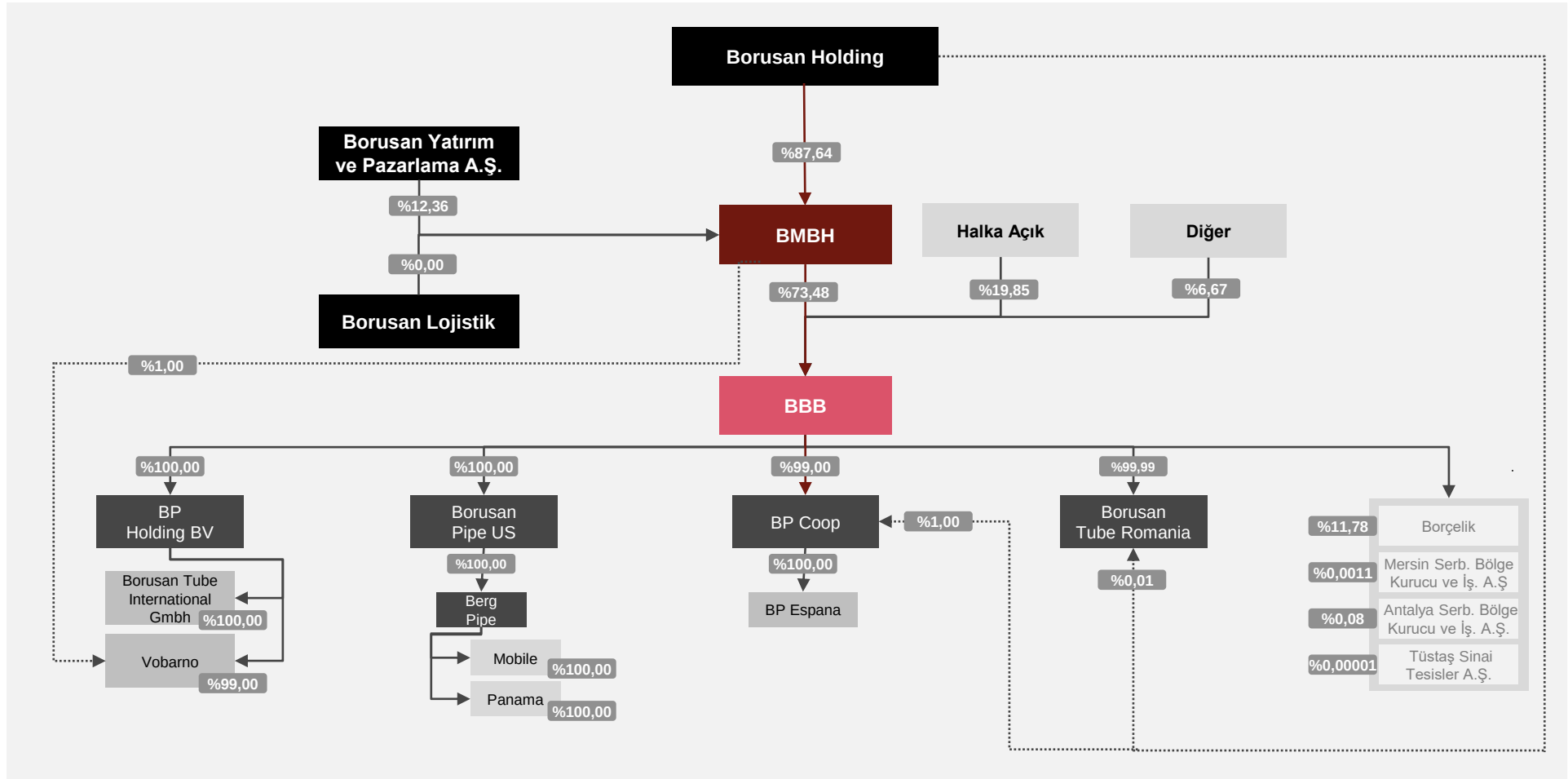
- Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

beyan ederiz.

Rapora İlişkin Önemli Konular

Birleşecek Şirketlerin Ortaklık Yapısı (1/2)

BMBH, Birleşecek Şirketler'den BBB'nin **%73,48**'ine sahiptir.



Rapora İlişkin Önemli Konular

Birleşecek Şirketlerin Ortaklık Yapısı (2/2)

BBB'nin Bağlı Ortaklıkları

	Kısa Adı	Yer	Sahiplik Oranı
Borusan Pipe Holding BV	BP Holding BV	Hollanda	%100,00
Borusan Tube International GmbH	-	Almanya	%100,00
Borusan Vobarno Tubi SPA	Vobarno	İtalya	%99,00
Borusan Pipe US Inc	BPU	ABD	%100,00
Borusan Berg Pipe Holding Corp.	Berg Pipe	ABD	%100,00
Berg Pipe Mobile Corp.	-	ABD	%100,00
Berg Pipe Panama City Corp.	-	ABD	%100,00
Borusan Pipe Cooperative U.A.	BP Coop	Hollanda	%99,00
Borusan Pipe Espana SA	BP Espana	İspanya	%99,00
Borusan Tube Products S.A.	Borusan Tube Romania	Romanya	%99,99

BBB'nin İştirakleri

	Kısa Adı	Yer	Sahiplik Oranı
Borçelik Çelik San. Tic. A.Ş.	Borçelik	Türkiye	%11,78
Mersin Serb. Bölge Kurucu ve İş. A.Ş.	Mesbaş	Türkiye	%0,0011
Antalya Serb. Bölge Kurucu ve İş. A.Ş.	-	Türkiye	%0,08
Tüstaş Sinai Tesisler A.Ş.	-	Türkiye	%0,00001

BMBH'nin Bağlı Ortaklık ve İştirakleri

	Kısa Adı	Yer	Sahiplik Oranı
Birleşik Boru Fabrikaları San. ve Tic. A.Ş.	BBB	Türkiye	%73,48
Borusan Vobarno Tubi SPA	Vobarno	İtalya	%1,00

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (1/10)

Çalışmada Kullanılan Finansal ve Operasyonel Veriler

BBB bağlı ortaklıkları ile birlikte, çelik boru sektöründe faaliyet göstermektedir. Üretim tesisi olan bağlı ortaklıklar, BBB ile ticari ve operasyonel açıdan konsolide bakış açısıyla yönetilmektedir. Ayrıca BBB'nin bütün bağlı ortaklıkları finansal ve operasyonel veriler açısından da konsolide olmaktadır. Dolayısıyla yönetimin bu bakış açısı çerçevesinde değerlendirme çalışması konsolide bazda yapılmıştır.

Çalışmada:

- BBB Yönetimi yönetim raporlamaları kapsamında konsolide bir veri seti takip etmektedir. Bu veri seti TFRS finansal tablolar ile uyumludur.
- BBB ve bağlı ortaklıklarının finansallarının dahil olduğu konsolide finansal tablolar ve yönetim raporlamaları dikkate alınmıştır.
- Satışlar ve maliyetler seviyesinde konsolide performans dikkate alınırken, üretim tesislerinin farklılaşması ve bulundukları coğrafyaların operasyonlara etkisi sebebiyle BBB, BPU, Berg Pipe ve Vobarno'nun kurumlar vergisi, işletme sermayesi ve yatırım harcamaları gibi farklılaşan nakit akımları unsurları ayrı ayrı analiz edilmiştir. Konsolide satış ve maliyetlere, şirket bazlı vergi, işletme sermayesi ve yatırım harcamaları seviyeleri dahil edilerek konsolide nakit akımı kurgulanmıştır.
- Vobarno'nun %99'luk hisse payı BBB'de, %1 ise BMBH'de bulunmaktadır. Bu nedenle Vobarno'nun solo indirgenmiş nakit akımları tablosu hazırlanmıştır. 30.06.2024 itibarıyla Vobarno'nun gelir yaklaşımı yönteminden anlamlı değeri oluşmaması nedeniyle, net varlık yaklaşımı kapsamında 30.06.2024 itibarıyla hisse değeri konsolide BBB ile BMBH değerlendirme çalışmalarında düzeltilmiştir.
- Operasyonel anlamda çok kısıtlı gelir gider yapısı bulunan diğer bağlı ortaklıklar BBB'nin gelir ve giderleri içerisinde dikkate alınmıştır.
- BBB haricinde hissedarı bulunan BP Coop'un (%1) TFRS finansal tablolardan silinmesi ve ticari performansı bulunmaması nedeniyle, hisse değerine ilişkin herhangi bir düzeltme öngörülmemiştir.
- Borusan Holding' in %0,01'lik sahipliği bulunan Borusan Tube Romania'nın, değerlendirme tarihi itibarıyla ticari bir performansının bulunmaması ve Borusan Holding'de bulunan hisse seviyesinin sınırlı seviyede olması nedeniyle, hisse değerine ilişkin bir düzeltme öngörülmemiştir.
- BBB'nin finansal yatırımı içerisinde takip edilen ve %11,78 sahipliği bulunan Borçelik'in değerlendirme çalışması ayrıca gerçekleştirilmiş ve BBB'nin sahiplik oranı seviyesinde hisse değeri düzeltilmesi yapılmıştır.
- BBB'nin diğer finansal yatırımlarının sahiplik oranları %1'in altındadır. Gelir ve piyasa yaklaşımı kapsamında ilgili diğer finansal yatırımların 30.06.2024 itibarıyla BBB'nin TFRS finansallarında bulunan kayıtlı defter değerleri dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (2/10)

Hedef Sektörler ve Bağlı Ortaklıklar

BBB ve bünyesindeki şirketler **4 farklı hedef sektöre çelik boru ürün** satışı gerçekleştirmektedir.

Hedef sektörler ve bu sektörlerin toplam satışlar içerisinde aldığı paylar (2023):

1. **Altyapı ve Proje:** %29
2. **Endüstri ve İnşaat:** %18
3. **Otomotiv:** %12
4. **Enerji:** %41

BBB bünyesinde yer alan şirketlerin temel faaliyet alanı çelik boru sektörü olmakla beraber; satılan ürün çeşidinin, hedef sektörün veya satış coğrafyasının farklılaşması nedeniyle faaliyette olan her bir şirketin özgün operasyonel yapısı bulunmaktadır. Bu doğrultuda karlılık analizlerinin daha doğru ve granüler gerçekleştirilebilmesi adına her bir şirketin satış ve maliyetleri ayrı ayrı incelenmiştir. İlgili operasyonel şirketlerin operasyonel yapılarına ilişkin bilgiler aşağıda sunulmuştur:

1. **BBB:** Diğer operasyonel şirketlerin tepe kuruluşu olması dolayısıyla, ilgili şirketler BBB altında konsolide olmaktadır. Bu doğrultuda gelir yaklaşımı analizi gerçekleştirilirken ilgili şirketlerin nakit akımları konsolide olacak şekilde BBB nakit akım tablosunda dikkate alınmıştır. Ayrıca diğer faaliyet gösteren şirketlerden bağımsız olarak, BBB **altyapı & proje, endüstri & inşaat, otomotiv ve enerji** sektörlerine çelik boru üretilip satmaktadır. 2023 yılı itibarıyla toplam satışların %34'ü BBB bünyesinde satılmıştır.
2. **Berg Pipe:** Amerika'da Panama ve Mobile tesisleri bulunan Berg Pipe 13 Nisan 2023 tarihinde BBB tarafından satın alınmıştır. Berg Pipe altyapı ve proje sektöründe çelik boru hizmeti vermektedir. İlgili sektörde gerçekleşen boru satışları proje bazlı olup özellikle büyük altyapı işlerine bağlı olması nedeniyle makroekonomik değişimlerden etkilenmektedir. Berg Pipe'in operasyonel performansı BBB finansallarına 2023 yılında Nisan ayından sonra dahil edilmiştir. Tesislerin önceki yıllardaki performansları değerlendirildiğinde, BBB Yönetimi, projeksiyon döneminde yapmayı planladığı yatırım harcamaları ile özellikle Mobile tesisinin performansını ve verimliliğini artırmayı hedeflemiştir. 2023 yılı itibarıyla toplam satışların %21'i Berg Pipe bünyesinde satılmıştır.
3. **BPU:** Amerika'da bulunan tesisi ile **endüstri & inşaat** ile **enerji** sektörlerine çelik boru satmaktadır. 2023 yılı itibarıyla toplam satışların %43'i BPU bünyesinde gerçekleşmiştir.
4. **Vobarno:** BBB'nin global pazarlarda büyüme stratejisi doğrultusunda yurtdışındaki ilk satın alımını gerçekleştirdiği şirkettir. 2023 yılı itibarıyla toplam satışların %2'si Vobarno bünyesinde gerçekleştirilmiştir.
5. **Borusan Tube Romania:** BBB bünyesinde, otomotiv iş kolunun büyütülmesi stratejisi doğrultusunda kurulmuş Romanya merkezli üretim tesisidir.

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (3/10)

Üretim Yöntemleri

BBB Yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucunda BBB ve bünyesindeki şirketlerin üretim metoduna bağlı olarak **3 farklı çelik boru ürününün** satışını gerçekleştirdiği anlaşılmıştır. BBB ve bünyesindeki şirketlerin üretim faaliyetlerinde ürettiği ürünler şu şekilde listelenmiştir:

- 1. LSAW:** Bu yöntemle borular, geniş çelik plakaların uzunlamasına kaynaklanmasıyla üretilir. Kaynak işlemi, daldırma ark kaynağı teknolojisi kullanılarak gerçekleştirilir. Petrol ve doğalgaz taşımacılığı, su dağıtım sistemleri ve yapısal uygulamalarda yaygındır. LSAW ürünleri Berg Pipe'in Panama tesisinde üretilmekte olup, **altyapı & proje** sektörüne satılmaktadır.
- 2. SSAW:** Bu yöntemde, çelik şeritler spiral bir şekilde sarılır ve kaynaklanır. Petrol, doğalgaz ve su nakil hatları gibi uzun mesafeli boru hatlarında kullanılır. Spiral yapı, esneklik ve mukavemet açısından avantaj sağlar. SSAW ürünleri Berg Pipe'in Mobile ve BBB'nin Gemlik tesisinde üretilmekte olup, **altyapı & proje** sektörüne satılmaktadır.
- 3. ERW:** Bu yöntemde, çelik şeritler veya plakalar elektriksel direnç kullanılarak kaynaklanır. Elektrik akımı ile ısıtılan malzeme, basınç altında birleşir. Otomotiv sanayi, yapı inşaatları, su ve gaz dağıtım sistemleri gibi çeşitli alanlarda yaygın olarak kullanılır. ERW ürünleri Borusan Pipe US'de ve BBB'nin Gemlik tesisinde üretilmekte olup, **enerji, endüstri & inşaat ve otomotiv** sektörüne satılmaktadır.

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (4/10)

Kapasite Kullanımı

BBB Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, kapasite hesaplamalarının üretilen ürünlerin çapı, kalınlığı vb. birçok metrikten etkilendiği bilgisi alınmıştır. Bu kapsamda üretim kapasitesi ve kapasite kullanım oranı değişkenlik gösterebilmektedir. Projeksiyon dönemi hacim tahminleri analiz edilirken, geçmiş dönem üretim verileri ve kapasite oranları ile kıyaslanarak uyumlu oldukları gözlemlenmiştir.

Delta ve Dönüşüm Maliyeti (Conversion Cost)

Delta, net satışlar ile hammadde maliyeti arasındaki farkı temsil eden önemli bir parametredir. Bu parametre BBB'nin faaliyet gösterdiği çelik ve çelik boru ile ilişkili sektörlerde yaygın olarak kullanılmaktadır. Bu metrik, hammadde maliyetleri ve satış fiyatları arasındaki tarihsel ilişkiyi göstermesi nedeniyle brüt kâr projeksiyonlarının temel bileşenini oluşturmaktadır. Değerleme çalışmasında, fiyat ve maliyet seviyelerinin, dolayısıyla brüt kar hacminin tahmin edilmesinde kritik öneme sahip olması nedeniyle, tahmin edilen delta seviyeleri doğrudan değeri etkileyebilmektedir. İş planları için delta projeksiyonları şekillendirilirken, bünyesinde yer alan sektörler özelinde ton başına geçmiş delta seviyeleri ayrı ayrı analiz edilip projeksiyon dönemindeki ton başına delta tahminleri dikkate alınmıştır.

$$\text{Net Satışlar} - \text{Ham Madde Maliyeti} = \text{Delta}$$

Brüt kar seviyesinde hammadde maliyetleri haricinde kalan diğer giderler (personel, bakım, elektrik, doğalgaz, üretim maliyetleri, taşıma maliyetleri vb.), dönüşüm maliyetleri olarak dikkate alınmaktadır. Dönüşüm maliyetleri doğrudan hammadde fiyatlarından etkilenmediği gibi, çelik veya çelik boru sektöründeki şirketlerin tesis verimliliklerine ve operasyon yapılarına göre farklılık gösterebilir.

$$\text{Delta} - \text{Dönüşüm Maliyetleri} = \text{Brüt Kar}$$

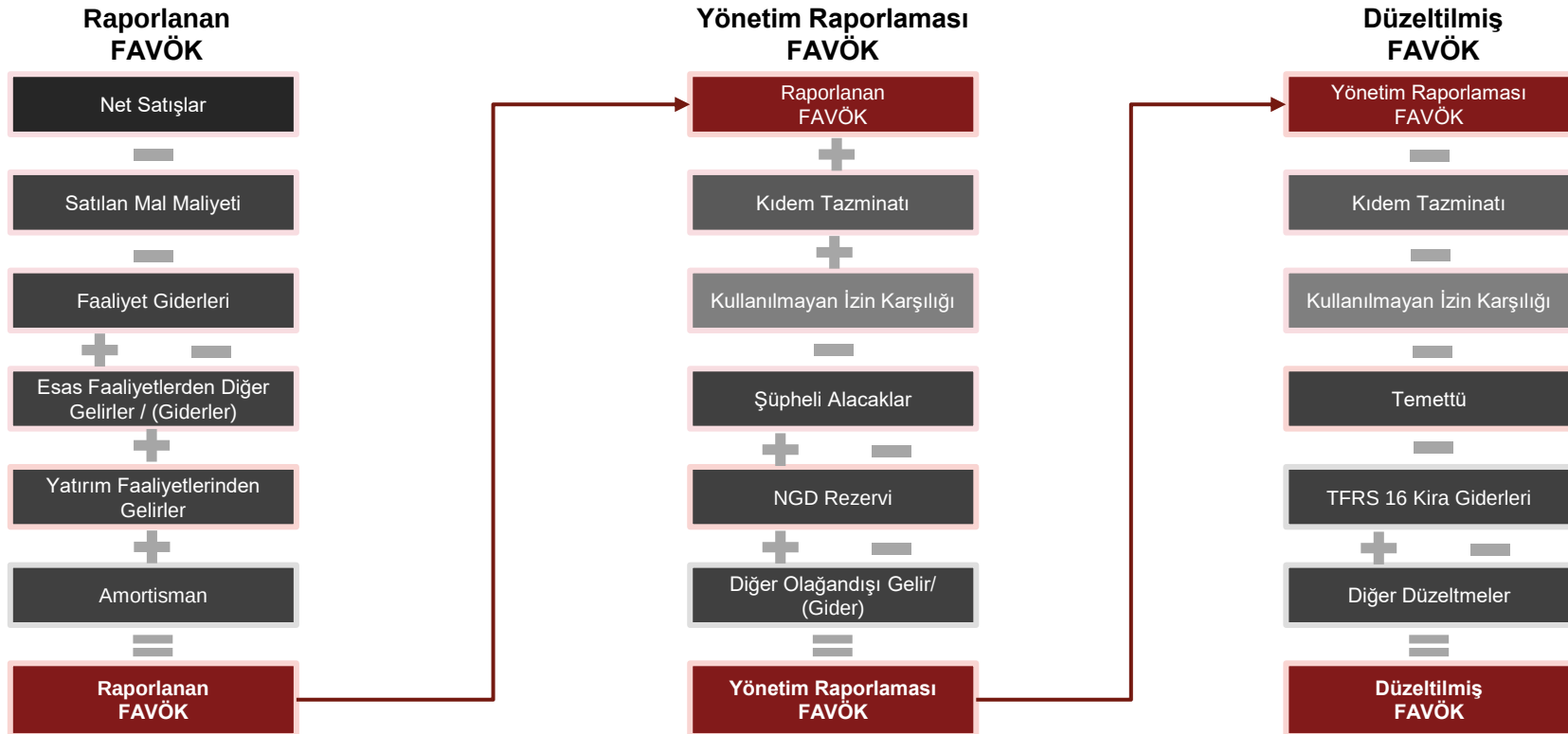
Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (5/10)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplaması

BBB'nin değerlendirme çalışmasında kullanılan 2019-6A24 arası geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve finansal veriler gerekli görülen yerlerde düzeltildikten sonra değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır. Çalışma kapsamında 3 farklı FAVÖK analizi yapılmıştır:

- **Raporlanan FAVÖK:** TFRS mali tablolar doğrultusunda, satışlar ve operasyonel maliyetler dikkate alınarak hesaplanan FVÖK tutarına amortisman maliyetlerinin geri eklenmesi ile hesaplanmaktadır.
- **Yönetim Raporlaması FAVÖK:** BBB Yönetimi yönetim raporlamalarında, TFRS mali tablolarla uyumlu olacak şekilde FAVÖK hesaplaması yapmaktadır ve ilgili FAVÖK tutarları yatırımcı ilişkileri sunumlarında paylaşılmaktadır.
- **Düzeltilmiş FAVÖK:** Değerleme çalışması kapsamında gerekli görülen FAVÖK düzeltmeleri sonrasında ulaşılan FAVÖK seviyesidir.



Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (6/10)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplaması (Devamı)

(m \$)	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	6A23	6A24
Net Satışlar	807	532	825	1.340	1.741	785	941
Satışların Maliyeti (-)	(718)	(482)	(759)	(1.152)	(1.423)	(564)	(854)
Brüt Kar	89	50	66	189	318	221	87
Faaliyet Giderleri (-)	(60)	(45)	(48)	(65)	(85)	(46)	(38)
1 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/ Giderler (-)	17	19	16	23	25	11	12
2 Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3	2	3	13	37	8	4
Amortisman (+)	29	30	32	34	42	21	21
Raporlanan FAVÖK	77	56	69	193	337	215	85
3 Kıdem Tazminatı	-	1	1	2	(0)	(2)	1
4 Kullanılmayan İzin Karşılıkları	-	0	0	0	0	-	1
5 Şüpheli Alacaklar	-	(7)	-	-	-	-	-
6 NGD Rezervi	-	3	(4)	2	11	4	2
2 7 Diğer Olağandışı Gelir/Gider	-	-	14	2	(32)	(3)	(3)
Yönetim Raporlaması FAVÖK	77	52	81	200	316	214	86
3 Kıdem Tazminatı	-	(1)	(1)	(2)	0	2	(1)
4 Kullanılmayan İzin Karşılıkları	-	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(1)
2 8 Temettü	(3)	(2)	(3)	(12)	(5)	(5)	(2)
9 TFRS 16 Kira ve Diğer Düzeltmeler	(1)	(1)	(4)	(5)	(4)	1	(1)
Düzeltilmiş FAVÖK	74	49	73	180	307	212	81
Raporlanan FAVÖK Marjı	%9,6	%10,5	%8,4	%14,4	%19,4	%27,4	%9,0
Yönetim Raporlaması FAVÖK Marjı	%9,6	%9,8	%9,8	%14,9	%18,2	%27,3	%9,1
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	%9,6	%9,8	%9,8	%14,9	%18,2	%27,3	%9,1

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (7/10)

Geçmiş Dönem FAVÖK Hesaplaması (Devamı)

- Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler:** Vadeli satış işlemleri nedeniyle oluşan vade farkı gelirleri esas faaliyetlerden diğer gelirler içerisinde dikkate alınmaktadır.
- Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler:** BBB'nin finansal yatırımı olan Borçelik'ten elde ettiği temettü gelirleri ve maddi duran varlık satış kazançları ile Berg Pipe'in satın alımında oluşan pazarlıklı satın alım (negatif şerefiye) kazançlarından oluşmaktadır. *Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken Berg Pipe'a ilişkin oluşan negatif şerefiye tutarı düzeltilmiştir.*
- Kıdem Tazminatı:** Raporlanan FAVÖK'ten Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken kıdem tazminatı karşılıkları FAVÖK içerisine eklenmiştir. 2023 yılında negatif kıdem tazminatı tutarı EYT kaynaklı düzeltmeden kaynaklanmaktadır. *Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanırken kıdem tazminatı karşılıkları yönetim raporlamasının aksine gider olarak dikkate alınmıştır.*
- Kullanılmayan İzin Karşılıkları:** Raporlanan FAVÖK'ten Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken kullanılmayan izin karşılıkları FAVÖK içerisine eklenmiştir. *Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanırken kullanılmayan izin karşılıkları yönetim raporlamasının aksine gider olarak dikkate alınmıştır.*
- Şüpheli Alacaklar:** Amerika'da gerçekleştirilen KM projesine ilişkin şüpheli ticari alacak karşılığının iptaline ilişkin Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesine ulaşılırken yapılan düzeltmedir.
- Stok Değer Düşüklüğü (NGD):** BBB'nin raporlanan FAVÖK hesaplamasında stok değer düşüklüğü karşılığı Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesinde düzeltilmektedir. BBB Yönetimi, projeksiyon döneminde stok değer düşüklüğünün etkisini brüt kar seviyesinde dikkate almaktadır.
- Diğer Olağandışı Gelir/(Gider):** BBB mali tablolarında oluşan olağandışı kar/zarar kalemlerini Yönetim Raporlaması FAVÖK hesaplamasına dahil etmemektedir. Bu çerçevede 2023 yılında Berg Pipe satın alımında oluşan pazarlıklı satın alım kazancı ile 2021 yılında GCX projesine yönelik vergi ihtilafı kaynaklı karşılık düzeltmeleri ilgili dönemlerde FAVÖK hesaplamasının dışında tutulmuştur.
- Temettü Gelirleri:** Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesinde yatırım faaliyetlerinden gelirler içerisinde takip edilen Borçelik'ten alınan temettü gelirleri *Düzeltilmiş FAVÖK seviyesinde çıkartılmıştır.* Projeksiyon döneminde ilgili temettü gelirleri dikkate alınmamıştır. Borçelik değerlendirme çalışması ayrıca gerçekleştirilmiştir.
- TFRS 16 Kira Giderleri – Diğer :** Yönetim Raporlaması FAVÖK seviyesinde yer almayan TFRS 16 kapsamındaki kiralama giderleri *Düzeltilmiş FAVÖK seviyesinde gider olarak dikkate alınmıştır.*

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (8/10)

Operasyonel Olmayan Gayrimenkul ve Sabit Kıymetlerin Değerlemesi

BBB'nin satış amaçlı elde tutulan ve durdurulan faaliyetlere ilişkin duran varlıkları ve sabit kıymet içerisinde bulunan ancak doğrudan faaliyetlerde kullanılmayan arsa ve arazileri bulunmaktadır.

- BBB'nin sağlamış olduğu bilgilere göre Gemlik tesisindeki SSAW boru üretim tesisinin faaliyetleri 2024 yıl sonunda tamamen durdurulacaktır. 22.02.2024 tarihli KAP açıklamasına göre, Üzerinde SSAW tesisi bulunan arsanın satışı 66m \$ olarak Borçelik'e yapılmıştır. İlgili satışın 33m \$'lık ilk taksiti tahsil edilmiş olup, geri kalan tutar net nakit / (borç) analizinde dikkate alınmıştır.
- SSAW tesisine ilişkin makine ve teçhizatlar TFRS mali tablolarda "Satış Amaçlı Duran Varlık" hesabında dikkate alınmaktadır. İlgili varlıkların değerlendirilmesi **SPK lisanslı Harmoni Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.** tarafından gerçekleştirilmiştir. Değerleme çalışmasının sonuçları BBB'nin mali tablolarında kayıtlı değer olarak yer almaktadır.
- Çalışma kapsamında sabit kıymetler içerisinde bulunup faaliyetlere aktif olarak katkıda bulunulmadığı düşünülen Kuzutepesi arsası için **SPK lisanslı Harmoni Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.** tarafından hazırlanan raporda tespit edilen gerçeğe uygun değerler dikkate alınmıştır. İlgili Kuzutepesi arsasının değeri güncel değerlendirme raporunda 23,7 m \$ olarak belirtilmiştir.

Söz konusu değerlendirme çalışmalarında kullanılan yöntemler neticesinde belirlenen değerlerin gerçekleştirilebilirliği PwC tarafından incelenmemiştir. Bu nedenle ilgili çalışmalarda ulaşılan değerlendirme sonuçlarına dair PwC sorumluluk kabul etmemektedir.

Şirket Bazında Net İşletme Sermayesi Analizi

Gelir Yaklaşımı'na göre değerlendirme çalışmasında BBB Yönetimi tarafından sağlanan ve konsolide satış ve maliyetler üzerinden hazırlanmış iş planları dikkate alınmıştır.

Diğer taraftan ise BBB, BPU, Berg Pipe ve Vobarno'nun farklı coğrafyalarda bulunması, hedef sektörlerinin değişkenliği ve hammaddenin farklı kaynaklardan temin edilmesi gibi operasyonlarını etkileyen temel faktörler nedeniyle işletme sermayesinde farklılıklar görülmektedir. Bu doğrultuda işletme sermayesi gereksinimi hesaplanırken operasyonel olan BBB, BPU, Berg Pipe ve Vobarno şirketlerinin ayrı ayrı ticari alacak, ticari borç ve stok seviyeleri analiz edilmiş ve projeksiyon döneminde ticari gün sayıları şirketler bazında tahmin edilmiştir. Şirketlerin ayrı ayrı hesaplanan net işletme sermayesi ihtiyaçları toplanarak ulaşılan işletme sermayesi seviyesi nakit akımında dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (9/10)

TFRS 16 Etkisi

TFRS 16, kiracı muhasebesi modeli doğrultusunda çoğu kiralama için varlık ve borçların tanımlanmasını düzenlemektedir. Bu standart altında, yalnızca 12 aydan kısa süreli kiralamalar ve düşük değerli varlık kiralamaları için istisnalar yapılmaktadır. BBB, 2019 yılından itibaren finansal raporlamasında TFRS 16'yı dikkate almış ve bu durum uzun vadeli kiralama maliyetlerinin FAVÖK hesaplamalarından çıkarılmıştır.

Değerlemede kira giderlerinin ilgili yıllardaki nakit akışı etkisini dikkate almak amacıyla, BBB Yönetimi uygun TFRS 16 kayıtlarını sağlamış ve bu kayıtlar değerlendirme analizinde kira giderleri olarak dahil edilmiştir.

Kurumlar Vergisi Hesaplaması

BBB ve bünyesinde yer alan operasyonel bağlı ortaklıklarının farklı ülkelerde olması ve farklı vergi uygulamalarına tabi olması nedeniyle indirgenmiş nakit akımlarında dikkate alınan vergi gideri her bir şirket için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Şirketlerin projeksiyon döneminde FVÖK seviyeleri ayrı ayrı tahmin edilip, faaliyet gösterdikleri ülkedeki efektif vergi oranları uygulanmıştır.

- BBB'nin üretim ve ihracat faaliyetleri dikkate alınarak KVK'nın 32/7 ve 32/8 maddeleri doğrultusunda üretim **(%24)** ve ihracat **(%20)** kazançları üzerinden ağırlıklı kurumlar vergisi oranı tahmin edilmiştir.
- Amerika'da yer alan Berg Pipe için **%21** federal kurumlar vergisi oranı ve **%6,5** eyalet kurumlar vergisi oranı ayrı ayrı dikkate alınmıştır.
- BPU için **%21** kurumlar vergisi ve brüt kar üzerinden hesaplanan **%1** franchise vergisi olacak şekilde iki ayrı vergi gideri tahmin edilmiştir.
- Vobarno için ise ilgili ülkede geçerli olan **%24** kurumlar vergisi oranı dikkate alınmıştır.

Vergi Varlığı

BBB ve bağlı ortaklıkları için, değerlendirme çalışması nezdinde "vergi varlığı" olarak nitelendirilebilecek geçmiş dönem zararları bulunmaktadır .

BBB ve Berg Pipe için kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu geçmiş yıl zararlarının yıllara sair potansiyel kullanımları doğrultusunda oluşacak vergi varlığının belirlenebilmesi için ayrı bir analiz gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda BBB ve Berg Pipe'in FVÖK seviyesindeki karları ilgili dönemlerdeki vergi matrahına konu kazançlar olarak dikkate alınmış ve geçmiş yıl zararlarından faydalandırılarak bir vergi varlığı tahmin edilmiştir.

Değerleme çalışmasında dikkate alınan TFRS amortisman giderleri ile VUK bazlı amortisman gideri hesaplamaları, sabit kıymetlerin değerlerinin ve faydalı ömürlerinin farklı belirlenmesi nedeniyle farklılaşmaktadır. Değerleme çalışmasında dikkate alınan TFRS'ye uyumlu nakit akışlarının aksine vergi giderlerinin VUK bazlı finansallar üzerinden belirlenmesi nedeniyle, TFRS ve VUK amortisman hesaplamaları farklarından oluşması beklenen kurumlar vergisi farkları gelir yaklaşımında vergi varlığı olarak dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Önemli Konular

BBB (10/10)

Finansal Yatırım ve Gayrimenkul Değer Değişimleri Sonucu Vergi Varlık ve Yükümlülükleri

BBB ve BMBH iştirak ve gayrimenkul değer artışları kapsamında ertelenmiş vergi hesaplanmıştır. 7456 sayılı Taşınmazların Satışına İlişkin Kanun'a göre, 15.07.2023 tarihinden önce şirketlerin kayıtlarında bulunan gayrimenkullerin değer artışının %25'i Kurumlar Vergisi hesaplanmasından muaf tutulmuştur. 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/e maddesi uyarınca, iştirak hisselerinin şirkette 2 yıldan fazla süreyle tutulması durumunda, bu hisselerin değer artışının %75'i Kurumlar Vergisi hesaplanmasından muaf tutulmuştur. Bu kapsamda ilgili istisna oranları uygulanarak değerlendirme çalışmamız kapsamında ertelenmiş vergi varlığı hesaplanmıştır.

Borçelik

Borçelik'in satışları üç farklı kategori başlığı altında takip edilmektedir. Şirketin üretim faaliyetlerinde ürettiği ürünler şu şekilde listelenmiştir:

- Soğuk Haddelenmiş:** Soğuk haddelenmiş çelik, esasen oda sıcaklığında soğutulmuş ve tavllanmış veya temperlenmiş çeliktir. Soğuk haddeleme, sıcak haddelemeye göre daha dar boyutsal toleranslara ve daha geniş bir yüzey kaplaması yelpazesine sahip çelik üretir.
- Galvanizli:** Galvanizli çelik, paslanmayı önlemek amacıyla çelik veya demire koruyucu bir çinko kaplama uygulanması sonucu elde edilen ürünlerdir.
- Sıcak Haddelenmiş:** Sıcak haddelenmiş yassı çelik yüzeyinde bulunan tufal tabakası hidroklorik asit ile temizlenir. Bu işleme asitleme (pickling), korozyonu önlemek adına yağlanması işlemine de yağlama (oiling) adı verilir. Asitleme ve yağlama işlemlerinden geçirilen sıcak haddelenmiş yassı ürüne "Asitlenmiş ve Yağlanmış Sıcak Sac" adı verilmektedir.

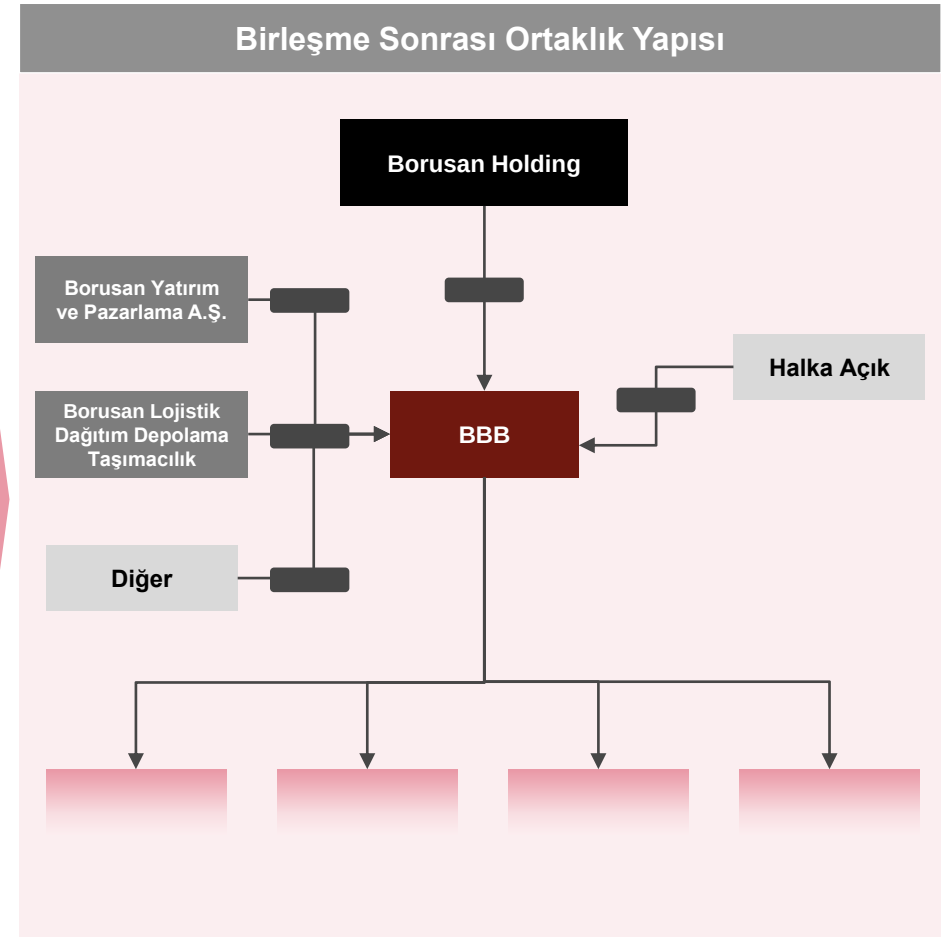
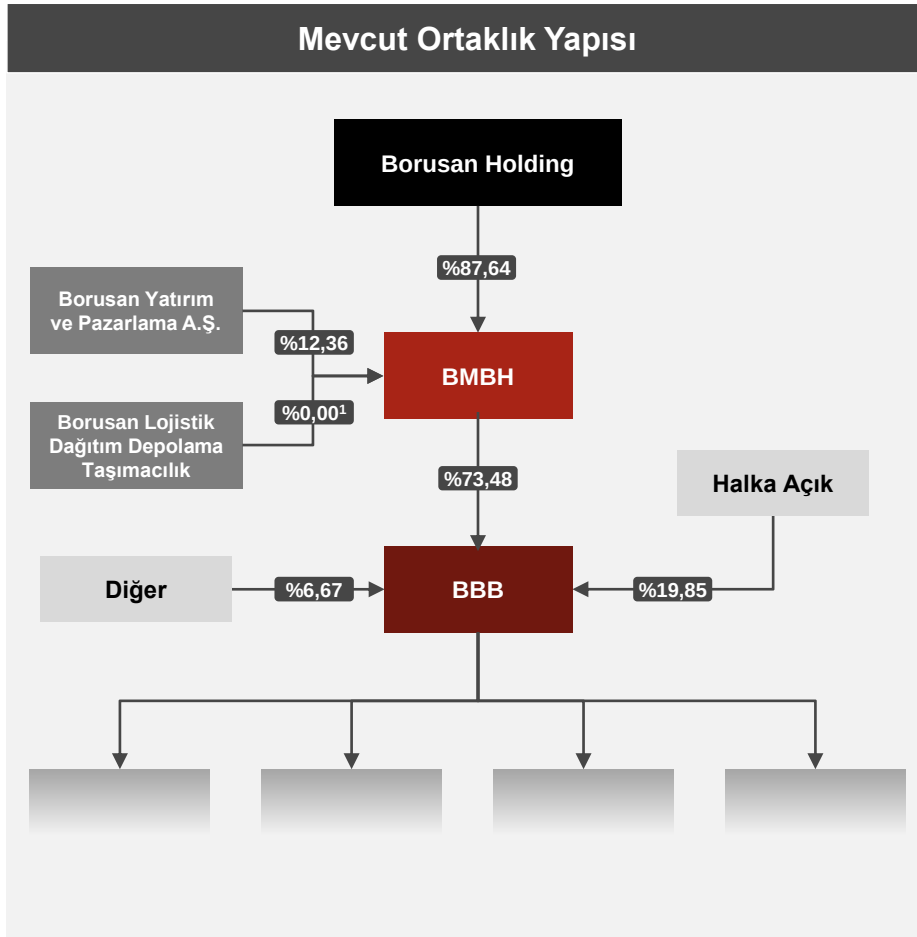
Kârlılık seviyelerindeki farklılıklar nedeniyle, Şirket satışlarını üç farklı hedef sektörde takip etmektedir: **Otomotiv, Beyaz Eşya ve Diğer Sektörler.**



Çalışma Özeti

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

BMBH ile %73,48 oranında sahibi olduğu BBB'nin, BBB çatısı altında birleşmesi planlanmaktadır. Birleşme sonrasında Borusan Holding doğrudan BBB'de pay sahibi olacaktır.



(1) Borusan Lojistik'in pay sahipliği %0,00001'dir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

PwC

6 Eylül 2024

24

Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri

Birleşecek Şirketler'in değerlendirme çalışmalarında **4 ana yöntem** altında **5 farklı yaklaşım** kullanılmıştır. Birleşecek Şirketler'in makul değerleri tahmin edilirken Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ("KŞ" ve "Kİ") ve Borsa Yaklaşımı dikkate alınmış ve bu yöntemlere sırasıyla **%50**, **%20**, **%10** ve **%20** ağırlık verilmiştir.

Değerleme Yöntemleri		Verilen Ağırlık	Yöntemin Seçilme Gerekçesi
1.	Gelir Yaklaşımı 	%50	BBB'nin nakit yaratma potansiyelinin yüksek olması ve bu potansiyelinin öngörülebilir bir seviyede tahmin edilebilmesi nedeniyle bu yönteme %50 oranında ağırlık verilmiştir.
2.	Piyasa Yaklaşımı  Karşılaştırılabilir Şirketler	%20	BBB ile benzer şirketlerin 2019-6A24 dönemleri arası finansal verileri ve buna bağlı olarak hesaplanan değerlendirme çarpanları (ŞD / FAVÖK) karşılaştırılabilir şirket analizinde dikkate alınmıştır. BBB ile finansal ve operasyonel olarak benzer yapıda ve doğrudan rakibi konumunda olan anlamlı seviyede halka açık şirket vardır. Bundan dolayı Piyasa Yaklaşımı Karşılaştırılabilir Şirketler yöntemine %20 ağırlık verilmiştir.
	Piyasa Yaklaşımı  Karşılaştırılabilir İşlemler	%10	BBB ile finansal ve operasyonel olarak benzer yapıda olan şirketlerin satın alımına ilişkin işlemlerdeki değerlendirme çarpanları (ŞD / FAVÖK) analiz edilmiştir. Genel anlamda bu yöntemde bulunan işlemlerdeki motivasyonların farklılık göstermesi (stratejik satın alım, kontrol gücünü ele geçirme, azınlık hisse satışı vb.) ve halka açıklanan kısıtlı sayıda işlem olmasından dolayı bu yönteme %10 ağırlık verilmiştir.
3.	Borsa Yaklaşımı 	%20	BBB'nin halka açık olması, BIST-30 ve MSCI Small Cap Türkiye endeksi içerisinde yer alması, likidite-işlem hacmi (son 3 ay işlem hacmi günlük ortalama 310 m TL seviyesinde), yatırımcı profili (yabancı payı yaklaşık %8 seviyesinde) ve borsadaki gelişmeler dikkate alındığında; 3 Eylül 2024 itibarıyla son 3 aylık ortalama piyasa değerlerine göre hesaplanan hisse değeri, Borsa Yaklaşımı kapsamında kullanılmış ve bu yönteme %20 ağırlık verilmiştir.
4.	Net Varlık Yaklaşımı 	%0	Net Varlık Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı'nın aksine geleceğe dair beklentileri dikkate almamaktadır. Bu kapsamda, BBB'nin nakit yaratma potansiyelinin yüksek olması da göz önünde bulundurulduğunda, Net Varlık Yaklaşımı'na değerlendirme çalışmasında ağırlık verilmemiştir.

Birleşme Oranı

Birleşecek Şirketler'in hisse değerleri, **4 yaklaşım** altında belirlenen **5** ayrı değerlendirme yönteminden gelen sonuçlar ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

İlgili hisse değerlerinin, birleşmeye konu olan paylara denk gelen kısımları baz alınarak, birleşme oranı **%26,5164** olarak hesaplanmıştır.

		Yöntemlere Verilen Ağırlık					
		%50	%20	%10	%20	%0	%100
Birleşecek Şirketlerin Hisse Değeri (m TL)		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Makul Değer
			KŞ	Kİ			
1	BBB	56.673	44.267	59.242	60.736	29.065	55.261
	BMBH	41.652	32.535	43.539	44.637	21.365	40.614
Birleşmeye Baz Hisse Değerleri (m TL)		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Makul Değer
			KŞ	Kİ			
2	BBB (BMBH Hariç Pay Sahipleri)	15.030	11.740	15.711	16.107	7.708	14.656
	BMBH (Mevcut Pay Sahipleri)	41.652	32.535	43.539	44.637	21.365	40.614
	Toplam	56.682	44.275	59.251	60.744	29.074	55.270
Birleşme Oranı		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Birleşme Oranı
			KŞ	Kİ			
	BBB	%26,5165	%26,5154	%26,5167	%26,5168	%26,5128	%26,5164
	BMBH	%73,4835	%73,4846	%73,4833	%73,4832	%73,4872	%73,4836
	Toplam	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000

1 BMBH, BBB'nin hisselerinin %73,48'ine sahiptir. Bu nedenle BMBH'nin her bir yöntem için toplam hisse değerine ulaşılırken BBB'nin ilgili yöntemler kapsamında hesaplanan hisse değerlerinin %73,48'i eklenmiştir.

2 Söz konusu şirketlerin birleşmeye esas değerleri belirlenirken birleşmeye konu şirketler haricindeki paylar üzerinden hesaplama yapmak gerekmektedir. Bundan dolayı BBB'nin toplam hisse değerinden BMBH'ye ilişkin paylar düşülerek BMBH dışında kalan paylara ilişkin değer çalışmada kullanılmıştır. Buna göre birleşme oranı değerlendirme yöntemleri ağırlıkları göz önünde bulundurularak **%26,5164** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Değişim Oranı ve Sermaye Artırım Tutarı

Birleşme sonrası artırılacak olan **21.582,28 TL**'lik sermaye tutarının mevcut BMBH pay sahiplerine ortaklıkları oranında dağıtılmasını öngören değişim oranı **0,00080** olarak hesaplanmıştır.

Birleşme ve hisse değişim oranının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Yöntemlere Verilen Ağırlık						
	%50	%20	%10	%20	%0	%100
Birleşme Oranı	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Birleşme Oranı
		KŞ	Kİ			
BBB	%26,5165	%26,5154	%26,5167	%26,5168	%26,5128	%26,5164
BMBH	%73,4835	%73,4846	%73,4833	%73,4832	%73,4872	%73,4836
Toplam	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000	%100,0000
Sermaye Artırımı (TL)	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Sermaye Artırımı
		KŞ	Kİ			
BBB (Mevcut Ödenmiş Sermaye)	141.750.000,00	141.750.000,00	141.750.000,00	141.750.000,00	141.750.000,00	141.750.000,00
Sermaye Artırımı	21.044,59	26.942,65	20.132,04	19.637,00	41.034,08	21.582,28
Birleşme Sonrası Sermaye	141.771.044,59	141.776.942,65	141.770.132,04	141.769.637,00	141.791.034,08	141.771.582,28
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Bir. Son. Sermaye
		KŞ	Kİ			
BBB (BMBH Hariç Pay Sahipleri)	37.592.733,74	37.592.733,74	37.592.733,74	37.592.733,74	37.592.733,74	37.592.733,74
BMBH	104.178.310,85	104.184.208,91	104.177.398,30	104.176.903,26	104.198.300,34	104.178.848,54
Toplam	141.771.044,59	141.776.942,65	141.770.132,04	141.769.637,00	141.791.034,08	141.771.582,28
Hisse Değişim Oranı	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Hisse Değ. Oranı
		KŞ	Kİ			
BBB	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000	1,00000
BMBH	0,00078	0,00100	0,00075	0,00073	0,00152	0,00080

Hisse Değişim Oranı Hesaplanması

Artırılacak sermaye tutarı **21.582,28 TL** olup, birleşme sonrasında şirketin ödenmiş sermayesi **141.771.582,28 TL** olarak hesaplanmaktadır. BMBH hissedarları birleşme öncesinde sahip oldukları **1 BMBH hissesine** karşılık birleşme sonrasında artırılacak sermaye karşılığında **0,00080 BBB hissesi** elde edecektir.

Birleşmeye Baz Hisse Değerleri (m TL)	Makul Değer	Ref.	Formül
BBB (BMBH Hariç Pay Sahipleri)	14.656	A	
BMBH (Mevcut Pay Sahipleri)	40.614	B	
Toplam	55.270	C	A + B

Birleşme Oranı	Birleşme Oranı	Ref.	Formül
BBB	%26,5164	D	A / C
BMBH	%73,4836		
Toplam	%100,0000		

Sermaye (TL)	Sermaye	Ref.	Formül
BBB (Mevcut Ödenmiş Sermaye)	141.750.000,00	E	
BMBH (Mevcut Ödenmiş Sermaye)	27.000.000,00	F	
BMBH'nin BBB'deki Payı	%73,479529	G	
BBB (BMBH Hariç Pay Sahipleri)	37.592.733,74	H	E * (1-G)
Birleşme Oranı	%26,5164	D	A / C
Birleşme Sonrası Sermaye	141.771.582,28	I	H / D
Sermaye Artırımı	21.582,28	J	I - E

Hisse Değişim Oranı	Hisse Değ. Oranı	Ref.	Formül
BBB	1,00000		
BMBH	0,00080	K	J / F

- Söz konusu şirketlerin birleşmeye esas değerleri belirlenirken, birleşmeye konu şirketler haricindeki paylar üzerinden hesaplama yapmak gerekmektedir. Bundan dolayı BBB'nin toplam hisse değerinden BMBH'ye ilişkin paylar düşülerek BMBH dışında kalan paylara ait değer çalışmada kullanılmıştır. Buna göre birleşme oranı değerlendirme yöntemleri ağırlıkları göz önünde bulundurularak **%26,5164** olarak hesaplanmıştır.
- Artırılacak sermaye tutarı **21.582,28 TL** olup birleşme sonrasında şirketin ödenmiş sermayesi **141.771.582,28 TL** olarak hesaplanmaktadır.
- BMBH hissedarları birleşme öncesinde sahip oldukları **1 BMBH hissesine** karşılık birleşme sonrasında artırılacak sermaye karşılığında **0,00080 BBB hissesi** elde edecektir.

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Yeni sermaye ihracı BMBH'nin mevcut ortakları tarafından Borusan Grubu'na ait ve B grubu paylar üzerinden gerçekleştirilecektir. Söz konusu sermaye ihracının BMBH ortaklarına birleşme öncesinde sahip oldukları payları nispetinde dağıtılması sonucu birleşme sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Pay Sahibi Şirketler	Pay Grubu	Birleşme Öncesi Dolaylı Ortaklık Yapısı		Birleşme Sonrası Doğrudan Ortaklık Yapısı	
		Sermaye (TL)	Pay	Sermaye (TL)	Pay
Borusan Holding A.Ş.	A	12.422.968,43	%8,7639989	12.422.968,43	%8,7626647
Borusan Yat. ve Paz. A.Ş.	A	1.752.030,00	%1,2360000	1.752.030,00	%1,2358118
Borusan Loj. Dağ. Dep. Taş. ve Tic. A.Ş.	A	1,57	%0,0000011	1,57	%0,0000011
Borusan Holding A.Ş.	B	78.860.448,15	%55,6334731	78.879.362,86	%55,6383456
Borusan Yat. ve Paz. A.Ş.	B	11.121.808,11	%7,8460727	11.124.475,68	%7,8467599
Borusan Loj. Dağ. Dep. Taş. ve Tic. A.Ş.	B	10,00	%0,0000071	10,00	%0,0000071
Halka Açık Kısım	B	28.142.733,74	%19,8537804	28.142.733,74	%19,8507580
Diğer ¹	B	9.450.000,00	%6,6666667	9.450.000,00	%6,6656518
Toplam		141.750.000,00	%100,0000000	141.771.582,28	%100,0000000

A Grubu Payları İmtiyazları (Oy Hakkı)

- Esas Sözleşme'nin 20. maddesi uyarınca; (A) grubu hisselerin olağan ve olağanüstü toplantılarda **5'er** oy hakkı vardır. Ancak Türk Ticaret Kanunu'nun oyda imtiyazı düzenleyen 479. madde hükümleri saklıdır.

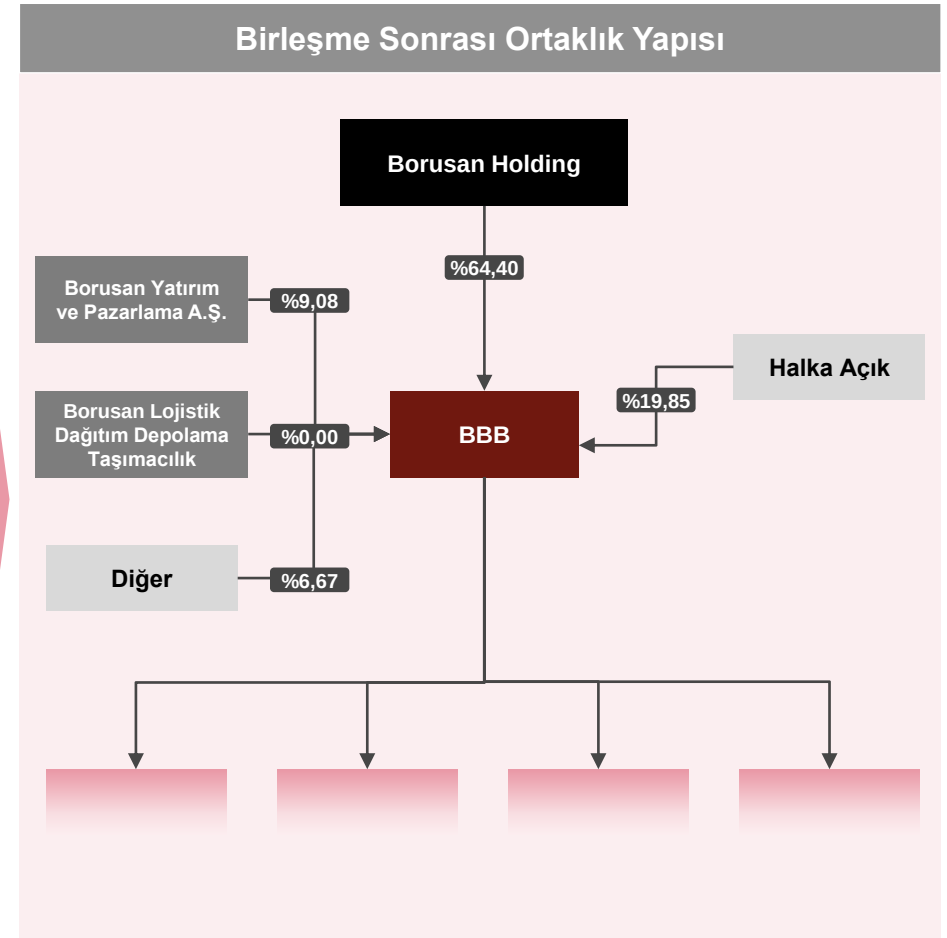
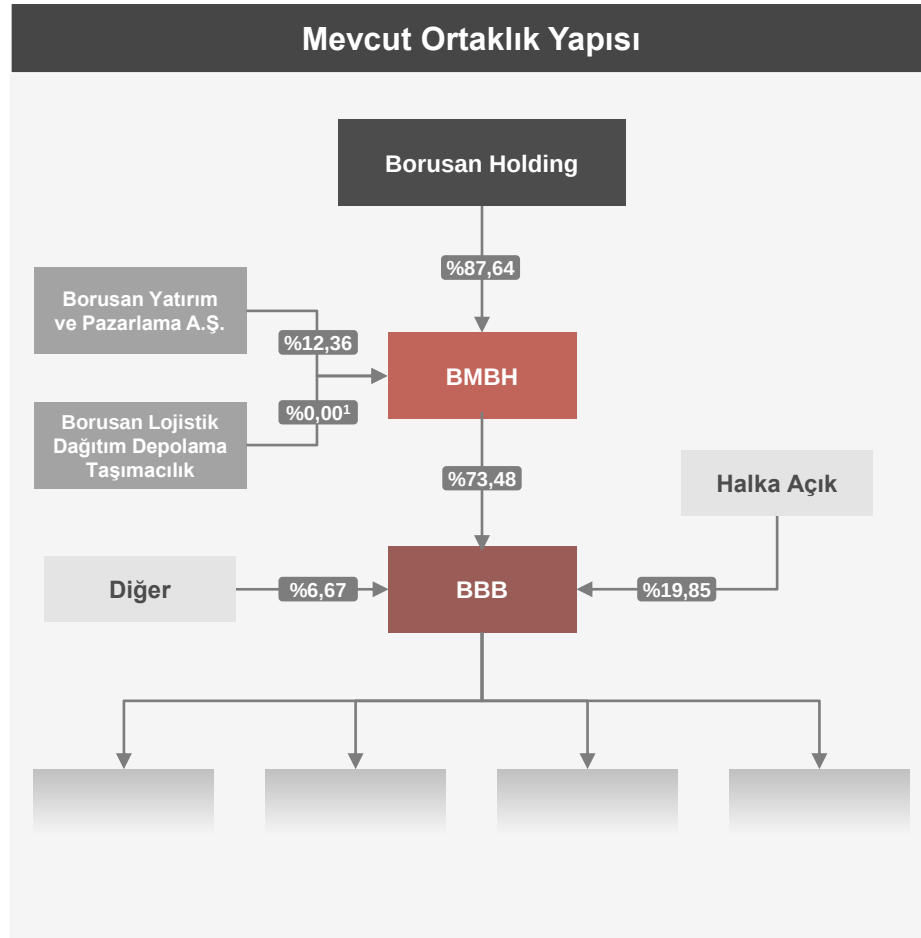
A Grubu Pay Sahiplerinin Yönetim Kuruluna Aday Gösterme Hakkı

- Esas Sözleşme'nin 10. maddesi uyarınca; Yönetim Kurulu Üyeleri (A) grubu hissedarların göstereceği adaylar arasından seçilir. Yönetim Kurulu'na seçilecek bağımsız üyeler ve diğer üyeler hakkında Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri saklıdır.

(1): Gerçek kişileri temsil etmektedir.

Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

BBB ile BMBH'nin birleşmesi sonrası Borusan Holding'in BBB'deki payı **%64,40** olarak hesaplanmıştır.



(1) Borusan Lojistik'in pay sahipliği %0,00001'dir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

PwC

6 Eylül 2024

30

Değerleme Analizi

Gelir
Yaklaşımı

BBB

30.06.2024 itibarıyla BBB'nin toplam hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **1.726 m \$** olarak tahmin edilmektedir. Değerleme tarihi itibarı ile geçerli olan \$ /TL (32,83) kuru dikkate alındığında, BBB'nin toplam hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **56.673 m TL**'dir.

(m \$)	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	6A24	S6A24	MY24	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY33	>MY33
Net Satışlar	806	532	825	1.341	1.741	941	885	1.827	2.149	2.110	2.189	2.164	1.969	2.463	2.515
Değişim (%)		(%34,0)	%55,1	%62,6	%29,9			%4,9	%17,7	(%1,8)	%3,8	(%1,2)	(%9,0)	%2,1	%2,1
Satışların Maliyeti (-)	(702)	(461)	(737)	(1.130)	(1.388)	(836)	(786)	(1.621)	(1.879)	(1.847)	(1.893)	(1.855)	(1.679)	(2.105)	(2.150)
Brüt Kar	104	71	87	211	354	105	100	205	271	263	297	309	290	358	365
Brüt Kar Marjı (%)	%12,9	%13,3	%10,6	%15,7	%20,3	%11,2	%11,3	%11,2	%12,6	%12,5	%13,5	%14,3	%14,7	%14,5	%14,5
Faaliyet Giderleri	(49)	(37)	(41)	(57)	(82)	(37)	(37)	(75)	(76)	(78)	(79)	(80)	(82)	(90)	(95)
Diğer Gelirler/(Giderler), net - Opr.	19	19	16	23	25	12	12	24	23	22	20	18	17	18	20
FAVÖK	74	53	62	176	297	80	75	154	217	207	238	246	225	287	289
FAVÖK Marjı (%)	%9,2	%10,0	%7,5	%13,1	%17,0	%8,5	%8,4	%8,4	%10,1	%9,8	%10,9	%11,4	%11,4	%11,6	%11,5
Düzeltilmeler	0	(4)	10	4	11	1	-	1							
Düzeltilmiş FAVÖK	74	49	73	180	307	81	75	155	217	207	238	246	225	287	289
FAVÖK Marjı (%)	%9,2	%9,1	%8,8	%13,4	%17,6	%8,6	%8,4	%8,5	%10,1	%9,8	%10,9	%11,4	%11,4	%11,6	%11,5
Amortisman (-)						(20)	(20)	(40)	(41)	(41)	(40)	(40)	(40)	(43)	(44)
FVÖK						61	55	115	176	166	197	206	185	244	245
FVÖK Marjı (%)						%6,4	%6,2	%6,3	%8,2	%7,9	%9,0	%9,5	%9,4	%9,9	%9,8
Vergi							(14)	(28)	(42)	(40)	(47)	(49)	(42)	(58)	(59)
Amortisman (+)							20	40	41	41	40	40	40	43	44
Operasyonel Nakit Akımı							61	128	175	167	191	198	183	229	231
NİS Değişimi							70	45	(103)	14	(29)	(17)	(6)	(13)	(20)
Yatırım Harcamaları (-)							(20)	(49)	(54)	(49)	(42)	(46)	(43)	(45)	(44)
Serbest Nakit Akımı							111	125	17	132	120	134	134	171	167
AOSM							%11,1		%10,5	%10,2	%9,6	%9,1	%9,2	%9,1	%9,1
İskonto Faktörü							0,97		0,90	0,82	0,74	0,68	0,62	0,44	0,44
İndirgenmiş Nakit Akımları							108		15	108	90	92	84	75	1.050

(m \$)	30.06.2024
İndirgenmiş Nakit Akımları	830
Devam Eden Dönem	1.050
Vergi Varlığı (Amortisman)	2
Şirket Değeri	1.881
Net Nakit / (Finansal Borç)	(323)
Hisse Değeri	1.559
Düzeltilmeler	168
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1.726
\$/TL	32,83
Düzeltilmiş Hisse Değeri (m TL)	56.673

1	(+) Vergi Varlığı (Geçmiş Yıl Zararları)	7
2	(+) Finansal Yatırımlar	101
3	Borçelik	101
4	Diğer	0,1
5	(-) Bağlı Ortaklıklar Vobarno	(0,1)
	(+) Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	60

- Geçmiş yıl zararları üzerinden gelecek dönemde elde edilmesi beklenen vergi avantajı dikkate alınmıştır.
- Borçelik'in çalışma kapsamında 30.06.2024 itibarıyla tahmin edilen toplam hisse değeri üzerinden ilgili sahiplik oranı dikkate alınarak ulaşılan değeri ifade etmektedir.
- Diğer iştiraklerin düzeltilmeleri kapsamında, TFRS finansal tablolardaki defter değerleri dikkate alınmıştır.
- Vobarno'nun BMBH'ye ait %1'lik payı, 30.06.2024 tarihli özkaynak değeri dikkate alınarak çıkarılmıştır.
- Gemlik'te bulunan Kuzutepesi arazisinin güncel değeri ve satış amaçlı elde tutulan duran varlıkların defter değeri hisse değerine eklenmiştir.

(1): Projeksiyon döneminde TFRS ve VUK'a göre oluşacak amortisman giderlerinin oluşturacağı vergi avantajı ayrıca dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

Kaynak: BBB Yönetimi, PwC Analizi

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

6 Eylül 2024

31

Değerleme Analizi



Gelir
Yaklaşımı

BMBH

Gelir Yaklaşımı kapsamında BMBH'nin hisse değeri **39.184 m TL** olarak tahmin edilmiştir.

(m TL)	30.06.2024	Düzeltilme	30.06.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	4		4
Diğer Alacaklar	0		0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0		0
Diğer Dönen Varlıklar	1		1
Kısa Vadeli Varlıklar	5		5
Finansal yatırımlar (UV)	46.984	(5.337)	41.648
1 BBB	46.975	(5.332)	41.643
2 Vobarno	9	(5)	4
3 Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	334	334
Duran Varlıklar	46.984	(5.003)	41.981
Toplam Varlıklar	46.989	(5.003)	41.986
Diğer Borçlar	1		1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0		0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1		1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.801		2.801
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.801		2.801
Toplam Yükümlülükler	2.802		2.802
Toplam Özkaynaklar	44.187	(5.003)	39.184
Toplam Yük. ve Özkaynaklar	46.989	(5.003)	41.986

BMBH'nin operasyonel bir şirket olmaması nedeniyle Gelir Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında, TFRS ile uyumlu mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı, yapılan düzeltmeler sonrası dikkate alınmıştır.

BMBH Holding için Gelir Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeler aşağıdaki gibidir:

- 1 BBB'nin 30.06.2024 tarihi itibari ile Gelir Yaklaşımı'na göre hesaplanmış hisse değeri, BMBH'nin BBB'deki %73,48'lik payı dikkate alınarak düzeltilmiştir.

BBB – Gelir Y.	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
56.673 m TL		%73,48		41.643 m TL

- 2 Vobarno'nun 30.06.2024 tarihli özkaynak değeri, BMBH'nin Vobarno'daki %1'lik payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.

Vobarno Özkaynak	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
434 m TL		%1,00		4 m TL

- 3 Ayrıca, yapılan düzeltmeler sonucunda, ilgili varlıkların kayıtlı değerleri ile düzeltilmiş değerleri arasındaki geçici farktan oluşan ertelenmiş vergi etkisi de dikkate alınmıştır.

Değerleme Analizi



PY - KŞ

BBB

Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda uygun olduğu düşünülen ŞD/FAVÖK çarpanının **6,9x** ile **8,0x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Şirket Değeri (m \$) ¹						FAVÖK (m \$)					
		MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	MY24 ²	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	MY24
Tenaris	Lüksemburg	11.886	5.835	10.634	15.013	14.645	14.874	1.352	572	1.266	3.486	4.791	4.299
Vallourec	Fransa	4.124	3.442	3.095	3.609	3.664	4.259	344	276	538	748	1.295	1.184
Zhejiang JIULI Hi-tech Metals	Çin	907	917	1.870	1.960	1.852	2.460	114	157	157	158	208	233
Jindal Saw Ltd.	Hindistan	1.080	946	1.172	1.039	2.162	2.523	213	148	188	171	341	380
Welspun Corp Ltd.	Hindistan	504	290	368	954	1.326	1.805	165	116	79	15	208	187
Tubacex	İspanya	747	650	696	653	804	963	59	32	12	95	138	129
Saudi Steel Pipes Company	Suudi A.	311	328	397	290	575	958	3	3	10	29	75	99
Jiangsu Wujin Stainless Steel	Çin	338	408	281	429	516	514	58	48	39	39	64	64
Northwest Pipe Company	ABD	257	276	543	504	457	498	44	42	33	62	50	54
Zhejiang Kingland Pipeline	Çin	518	537	492	517	421	373	56	75	87	56	62	57
PT Steel Pipe Industry	Endonezya	257	225	330	292	291	238	35	29	57	37	56	59
Ortalama													

Şirket İsmi	Ülke	FAVÖK Marjı (%)						ŞD / FAVÖK ³ (x)					
		MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	MY24	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23	MY24
Tenaris	Lüksemburg	%19	%11	%19	%30	%32	%30	8,8x	10,2x	8,4x	4,3x	u.d.	u.d.
Vallourec	Fransa	%7	%7	%14	%14	%23	%23	12,0x	u.d.	5,7x	4,8x	u.d.	u.d.
Zhejiang JIULI Hi-tech Metals	Çin	%18	%21	%17	%17	%17	%18	7,9x	5,9x	11,9x	u.d.	8,9x	10,6x
Jindal Saw Ltd.	Hindistan	%12	%11	%11	%9	%14	%15	5,1x	6,4x	6,2x	6,1x	6,3x	6,6x
Welspun Corp Ltd.	Hindistan	%12	%12	%11	u.d.	%10	%9	u.d.	u.d.	4,6x	u.d.	6,4x	9,6x
Tubacex	İspanya	%8	%6	u.d.	%12	%15	%15	u.d.	u.d.	u.d.	6,9x	5,8x	7,5x
Saudi Steel Pipes Company	Suudi A.	u.d.	u.d.	%10	%15	%21	%22	u.d.	u.d.	u.d.	9,8x	7,7x	9,7x
Jiangsu Wujin Stainless Steel	Çin	%17	%13	%9	%9	%13	%14	5,8x	8,4x	7,2x	11,1x	8,0x	8,0x
Northwest Pipe Company	ABD	%16	%15	%10	%14	%11	%12	5,9x	6,6x	u.d.	8,1x	9,2x	9,2x
Zhejiang Kingland Pipeline	Çin	%8	%10	%8	%6	%8	%7	9,3x	7,1x	5,7x	9,3x	6,8x	6,6x
PT Steel Pipe Industry	Endonezya	%10	%11	%15	%9	%13	%15	7,4x	7,9x	5,8x	7,9x	5,2x	4,1x
Ortalama								7,8x	7,5x	6,9x	7,6x	7,2x	8,0x

Düşük

Ortalama

Yüksek

Piyasa yaklaşımı kapsamında, BBB ile benzer sektörlerde faaliyet gösteren halka açık şirketler analize dahil edilmiştir. Benzer şirketler analiz edilirken iş modelleri, marj seviyeleri, coğrafi konumları, piyasa değeri büyüklükleri incelenmiştir.

Karşılaştırılabilir şirketler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanları belirlenirken, **MY19-MY24** dönemlerine ait veriler dikkate alınmıştır.

(1) Piyasa değeri 30.06.2024 itibarıyla son 6 ay dikkate alınarak belirlenmiştir.

(2) MY24 dönemine ait FAVÖK belirlenirken 30.06.2024 itibarıyla son 12 ay dikkate alınmıştır.

(3) ŞD/FAVÖK çarpan değerleri için 4x ile 12x aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak değerlendirilmiş olup uç değer (u.d.) olarak dikkate alınmamıştır.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

PwC

6 Eylül 2024

33

Değerleme Analizi



PY - KŞ

BBB

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kapsamında BBB'nin şirket değeri **1.503 m \$** olarak tahmin edilmektedir. Değerleme tarihi itibarı ile geçerli olan \$ /TL kuru dikkate alındığında, BBB'nin hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **44.267 m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları (m \$)

(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	Ağırlık
FAVÖK (MY23) ²	307	307	307	
ŞD / FAVÖK (x)	6,9x	7,5x	8,0x	
Şirket Değeri	2.133	2.306	2.451	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
FAVÖK (MY24) ²	155	155	155	
ŞD / FAVÖK (x)	6,9x	7,5x	8,0x	
Şirket Değeri	1.078	1.166	1.240	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
FAVÖK (S12A24) ²	176	176	176	
ŞD / FAVÖK (x)	6,9x	7,5x	8,0x	
Şirket Değeri	1.219	1.318	1.401	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
Projeksiyon Dönemi Ort. FAVÖK ²	215	215	215	
ŞD / FAVÖK (x)	6,9x	7,5x	8,0x	
Şirket Değeri	1.490	1.611	1.713	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
Geçmiş Dönem Ort. FAVÖK ²	149	149	149	
ŞD / FAVÖK (x)	6,9x	7,5x	8,0x	
Şirket Değeri	1.032	1.116	1.186	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
Şirket Değeri	1.391	1.503	1.598	%100
Net Finansal Nakit/(Borç)	(323)	(323)	(323)	
Hisse Değeri	1.068	1.181	1.276	
Düzeltilmeler	168	168	168	
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1.236	1.349	1.443	
Düzeltilmiş Hisse Değeri (m TL)¹	40.565	44.267	47.381	

Projeksiyon Dönemi	MY24	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	MY31	MY32	MY33
Düzeltilmiş FAVÖK (m \$)	155	217	207	238	246	225	259	263	280	287
ABD Enflasyon Ort. Endeksi (x=2023)	1,00	1,02	1,04	1,07	1,09	1,11	1,13	1,16	1,18	1,21
Reel FAVÖK (m \$)	155	212	198	223	226	203	228	227	237	237

Ortalama FAVÖK³ 215

Geçmiş Dönem	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23
Düzeltilmiş FAVÖK (m \$)	74	49	73	180	307
ABD Enflasyon Ort. Endeksi (x=2023)	1,23	1,21	1,15	1,08	1,03
Reel FAVÖK (m \$)	91	59	84	194	316

Ortalama FAVÖK³ 149

- Değerleme çalışması kapsamında BBB'nin farklı dönemlere ilişkin FAVÖK seviyeleri dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir Şirketler analizinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları bu FAVÖK seviyelerine uygulanarak elde edilen sonuçlar ağırlıklandırılmıştır.
- Yapılan ağırlıklandırma sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmış, bu değer üzerinden ise gerekli düzeltmeler gerçekleştirilerek düzeltilmiş hisse değerine gelinmiştir.

(1) 30.06.2024 tarihli alış kuru (32,83 \$/TL) baz alınmıştır.

(2) İlgili FAVÖK seviyeleri ve karşılaştırılabilir şirketler analizi sonucu elde edilen ŞD/FAVÖK sonuçları ağırlıklandırılarak Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır.

(3) İlgili FAVÖK tutarları \$ enflasyon endeksi dikkate alınarak 30.06.2024 itibarıyla reel hale getirilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

PwC

6 Eylül 2024

34

Değerleme Analizi



PY - KŞ

BMBH

Piyasa Yaklaşımı (karşılaştırılabilir şirketler) kapsamında BMBH Holding'in hisse değeri **30.638 m TL** olarak tahmin edilmiştir.

(m TL)	30.06.2024	Düzeltilme	30.06.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	4		4
Diğer Alacaklar	0		0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0		0
Diğer Dönen Varlıklar	1		1
Kısa Vadeli Varlıklar	5		5
Finansal yatırımlar (UV)	46.984	(14.453)	32.531
1 BBB	46.975	(14.448)	32.527
2 Vobarno	9	(5)	4
3 Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	903	903
Duran Varlıklar	46.984	(13.550)	33.435
Toplam Varlıklar	46.989	(13.550)	33.440
Diğer Borçlar	1		1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0		0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1		1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.801		2.801
Uzan Vadeli Yükümlülükler	2.801		2.801
Toplam Yükümlülükler	2.802		2.802
Toplam Özkaynaklar	44.187	(13.550)	30.638
Toplam Yük. Ve Özkaynaklar	46.989	(13.550)	33.440

BMBH'nin operasyonel bir şirket olmaması nedeniyle Karşılaştırılabilir Şirketler Yöntemi'ne göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında, TFRS ile uyumlu mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı, yapılan düzeltmeler sonrası dikkate alınmıştır.

BMBH Holding için Karşılaştırılabilir Şirketler kapsamında dikkate alınan düzeltmeler aşağıdaki gibidir:

- 1 BBB'nin 30.06.2024 tarihi itibari ile Karşılaştırılabilir Şirketler Yöntemi'ne göre hesaplanmış hisse değeri, BMBH'nin BBB'deki %73,48'lik payı dikkate alınarak düzeltilmiştir.

BBB – KŞ Y.	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
44.267 m TL		%73,48		32.527 m TL

- 2 Vobarno'nun 30.06.2024 tarihli özkaynak değeri, BMBH'nin Vobarno'daki %1'lik payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.

Vobarno Özkaynak	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
434 m TL		%1,00		4 m TL

- 3 Ayrıca, yapılan düzeltmeler sonucunda, ilgili varlıkların kayıtlı değerleri ile düzeltilmiş değerleri arasındaki geçici farktan oluşan ertelenmiş vergi etkisi de dikkate alınmıştır.

Değerleme Analizi



PY - Ki

BBB

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2012 - 2024** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. Yapılan karşılaştırılabilir şirket analizi sonucunda, ŞD/FAVÖK çarpanının **6,7x** ile **12,9x** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

Seçilen Karşılaştırılabilir İşlemler

Hedef Şirket	Ülke	Satın Alan Şirket	İşlem Yılı	Pay	Şirket Değeri (m \$)	FAVÖK (m \$)	ŞD/FAVÖK	
Public Joint Stock Company	Rusya	PAO TMK	2021	%86,5	3.739	370	10,1x	
SeAH Changwon	Güney Kore	SeAH Besteel Holdings	2020	%12,5	950	97	9,8x	
IPSCO Tubulars	Rusya	Tenaris SA	2020	%100,0	1.107	166	6,7x	Düşük
Ovako AB	İsveç	Sanyo Special Steel	2019	%42,8	912	116	7,9x	
Handy & Harman	ABD	Steel Partner Holdings	2017	%30,0	711	55	12,9x	Yüksek
SeAH Changwon	Güney Kore	Seah Besteel	2016	%19,9	1.052	84	12,5x	
SeAH Changwon	Güney Kore	Shinhan, ShinYoung	2015	%24,9	786	78	10,1x	
Confab Industrial	Brezilya	Tenaris SA	2012	%59,4	1.437	175	8,2x	
Ortalama							9,8x	Ortalama

Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **çelik boru ürün gamına sahip**, satın alım işlemine konu olmuş hedef şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir işlemler analizi kapsamında **ŞD/FAVÖK** çarpanı, **2012 - 2024** yılları arasında gerçekleşen işlemlerin ortalaması dikkate alınarak bulunmuştur. 2022 ve 2024 yılları arasında karşılaştırılabilir işlemler arasında uygun işlem bulunamamıştır.

Değerleme Analizi



PY - Ki

BBB

Karşılaştırılabilir İşlemler analizi kapsamında BBB'nin şirket değeri **1.960 m \$** olarak tahmin edilmektedir. Değerleme tarihi itibarı ile geçerli olan \$ /TL kuru dikkate alındığında, BBB'nin hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **59.242 m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Değerleme Sonuçları (m \$)

(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	Ağırlık
FAVÖK (MY23) ²	307	307	307	
ŞD / FAVÖK (x)	6,7x	9,8x	12,9x	
Şirket Değeri	2.052	3.005	3.960	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
FAVÖK (MY24) ²	155	155	155	
ŞD / FAVÖK (x)	6,7x	9,8x	12,9x	
Şirket Değeri	1.038	1.520	2.002	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
FAVÖK (S12A24) ²	176	176	176	
ŞD / FAVÖK (x)	6,7x	9,8x	12,9x	
Şirket Değeri	1.173	1.718	2.263	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
Projeksiyon Dönemi Ort. FAVÖK ²	215	215	215	
ŞD / FAVÖK (x)	6,7x	9,8x	12,9x	
Şirket Değeri	1.434	2.100	2.767	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
Geçmiş Dönem Ort. FAVÖK ²	149	149	149	
ŞD / FAVÖK (x)	6,7x	9,8x	12,9x	
Şirket Değeri	993	1.455	1.917	%20
(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek	
Şirket Değeri	1.338	1.960	2.582	%100
Net Finansal Nakit/(Borç)	(323)	(323)	(323)	
Hisse Değeri	1.016	1.637	2.259	
Düzeltilmeler	168	168	168	
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1.183	1.805	2.427	
Düzeltilmiş Hisse Değeri (m TL)¹	38.846	59.242	79.669	

Projeksiyon Dönemi	MY24	MY25	MY26	MY27	MY28	MY29	MY30	MY31	MY32	MY33
Düzeltilmiş FAVÖK (m \$)	155	217	207	238	246	225	259	263	280	287
ABD Enflasyon Ort. Endeks (x=2023)	1,00	1,02	1,04	1,07	1,09	1,11	1,13	1,16	1,18	1,21
Reel FAVÖK (m \$)	155	212	198	223	226	203	228	227	237	237
Ortalama FAVÖK³	215									

Geçmiş Dönem	MY19	MY20	MY21	MY22	MY23
Düzeltilmiş FAVÖK (m \$)	74	49	73	180	307
ABD Enflasyon Ort. Endeks (x=2023)	1,23	1,21	1,15	1,08	1,03
Reel FAVÖK (m \$)	91	59	84	194	316
Ortalama FAVÖK³	149				

- Değerleme çalışması kapsamında BBB'nin farklı dönemlere ilişkin FAVÖK seviyeleri dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir İşlemler analizinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları bu FAVÖK seviyelerine uygulanarak elde edilen sonuçlar ağırlıklandırılmıştır.
- Yapılan ağırlıklandırma sonucunda elde edilen şirket değerinden net nakit/(borç) düşülerek hisse değerine ulaşılmış, bu değer üzerinden ise gerekli düzeltmeler gerçekleştirilerek düzeltilmiş hisse değerine gelinmiştir.

(1) 28.06.2024 tarihli alış kuru (32,83 \$/TL) baz alınmıştır.

(2) İlgili FAVÖK seviyeleri ve karşılaştırılabilir işlemler analizi sonucu elde edilen ŞD/FAVÖK sonuçları ağırlıklandırılarak Şirket Değeri'ne ulaşılmıştır.

(3) İlgili FAVÖK tutarları ABD enflasyon endeksi dikkate alınarak 30.06.2024 itibarıyla reel hale getirilmiştir.

Kaynak: CapIQ, PwC Analizi

Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.

PwC

6 Eylül 2024

37

Değerleme Analizi



PY - Kİ

BMBH

Piyasa Yaklaşımı (karşılaştırılabilir işlemler) kapsamında BMBH Holding'in hisse değeri **40.954 m TL** olarak tahmin edilmiştir.

(m TL)	30.06.2024	Düzeltilme	30.06.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	4		4
Diğer Alacaklar	0		0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0		0
Diğer Dönen Varlıklar	1		1
Kısa Vadeli Varlıklar	5		5
Finansal yatırımlar (UV)	46.984	(3.449)	43.535
1 BBB	46.975	(3.444)	43.531
2 Vobarno	9	(5)	4
3 Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	216	216
Duran Varlıklar	46.984	(3.234)	43.751
Toplam Varlıklar	46.989	(3.234)	43.756
Diğer Borçlar	1		1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0		0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1		1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.801		2.801
Uzan Vadeli Yükümlülükler	2.801		2.801
Toplam Yükümlülükler	2.802		2.802
Toplam Özkaynaklar	44.187	(3.234)	40.954
Toplam Yük. Ve Özkaynaklar	46.989	(3.234)	43.756

BMBH'nin operasyonel bir şirket olmaması nedeniyle Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi'ne göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında, TFRS ile uyumlu mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı, yapılan düzeltmeler sonrası dikkate alınmıştır.

BMBH Holding için Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi kapsamında dikkate alınan düzeltmeler aşağıdaki gibidir:

- 1 BBB'nin 30.06.2024 tarihi itibari ile Karşılaştırılabilir İşlemler Yöntemi'ne göre hesaplanmış hisse değeri, BMBH'nin BBB'deki %73,48'lik payı dikkate alınarak düzeltilmiştir.

BBB – Kİ Y.	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
59.242 m TL		%73,48		43.531 m TL

- 2 Vobarno'nun 30.06.2024 tarihli özkaynak değeri, BMBH'nin Vobarno'daki %1'lik payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.

Vobarno Özkaynak	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
434 m TL		%1,00		4 m TL

- 3 Ayrıca, yapılan düzeltmeler sonucunda, ilgili varlıkların kayıtlı değerleri ile düzeltilmiş değerleri arasındaki geçici farktan oluşan ertelenmiş vergi etkisi de dikkate alınmıştır.

Değerleme Analizi



Borsa
Yaklaşımı

BBB

BBB'nin Borsa Yaklaşımı'na göre değeri, 03.09.2024 tarihi itibarı ile son 3 aylık günlük ortalama hisse fiyatı¹ dikkate alınarak belirlenmiştir. Buna göre BBB'nin Borsa Yaklaşımı yöntemine göre hisse değeri **60,736 m TL** olarak dikkate alınmıştır.

Piyasa Değeri (m TL) ve BİST 30 Endeksi



(1): İşlem hacmi dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Kaynak: Bloomberg, CapIQ, PwC Analizi
Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.
PwC

Değerleme Analizi



Borsa
Yaklaşımı

BMBH

Borsa Yaklaşımı kapsamında BMBH Holding'in hisse değeri **41.979 m TL** olarak tahmin edilmiştir.

(m TL)	30.06.2024	Düzeltilme	30.06.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	4		4
Diğer Alacaklar	0		0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0		0
Diğer Dönen Varlıklar	1		1
Kısa Vadeli Varlıklar	5		5
Finansal yatırımlar (UV)	46.984	(2.355)	44.629
1 BBB	46.975	(2.350)	44.625
2 Vobarno	9	(5)	4
3 Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	147	147
Duran Varlıklar	46.984	(2.208)	44.776
Toplam Varlıklar	46.989	(2.208)	44.781
Diğer Borçlar	1		1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0		0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1		1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.801		2.801
Uzan Vadeli Yükümlülükler	2.801		2.801
Toplam Yükümlülükler	2.802		2.802
Toplam Özkaynaklar	44.187	(2.208)	41.979
Toplam Yük. Ve Özkaynaklar	46.989	(2.208)	44.781

BMBH'nin operasyonel bir şirket olmaması nedeniyle Borsa Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında, TFRS ile uyumlu mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı, yapılan düzeltmeler sonrası dikkate alınmıştır.

BMBH Holding için Borsa Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeler aşağıdaki gibidir:

- 1 BBB'nin 30.06.2024 tarihi itibari ile Borsa Yaklaşımı'na göre hesaplanmış hisse değeri, BMBH'nin BBB'deki %73,48'lik payı dikkate alınarak düzeltilmiştir.

$$\left[\begin{array}{|c|} \hline \text{BBB - BY} \\ \hline 60.736 \text{ m TL} \\ \hline \end{array} \right] - \left[\begin{array}{|c|} \hline \text{Vobarno} \\ \hline \text{Düzeltilmesi} \\ \hline 4 \text{ m TL} \\ \hline \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{|c|} \hline \text{Doğrudan Pay} \\ \hline \%73,48 \\ \hline \end{array} \right] = \left[\begin{array}{|c|} \hline \text{Düzeltilmiş} \\ \hline \text{Değer} \\ \hline 44.625 \text{ m TL} \\ \hline \end{array} \right]$$

- 2 Vobarno'nun 30.06.2024 tarihli özkaynak değeri, BMBH'nin Vobarno'daki %1'lik payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.

$$\left[\begin{array}{|c|} \hline \text{Vobarno Özkaynak} \\ \hline 434 \text{ m TL} \\ \hline \end{array} \right] \times \left[\begin{array}{|c|} \hline \text{Doğrudan Pay} \\ \hline \%1,00 \\ \hline \end{array} \right] = \left[\begin{array}{|c|} \hline \text{Düzeltilmiş Değer} \\ \hline 4 \text{ m TL} \\ \hline \end{array} \right]$$

- 3 Ayrıca, yapılan düzeltmeler sonucunda, ilgili varlıkların kayıtlı değerleri ile düzeltilmiş değerleri arasındaki geçici farktan oluşan ertelenmiş vergi etkisi de dikkate alınmıştır.

Değerleme Analizi



Net Varlık
Yaklaşımı

BBB

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında BBB'nin hisse değeri **29.065 m TL** olarak tahmin edilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

(m TL)	30.06.2024	Düzeltilme	30.06.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.904		1.904
Ticari Alacaklar	5.918		5.918
Stoklar	18.277		18.277
Diğer Dönen Varlıklar	3.364		3.364
Kısa Vadeli Varlıklar	29.462		29.462
Satış Amaçlı Elde Tutulan ve Durdurulan Faaliyetlere İlişkin Duran Varlıklar	1.187		1.187
Finansal yatırımlar (UV)	2.709	616	3.325
1 Borçelik	2.707	616	3.322
Diğer	2		2
2 Maddi Duran Varlıklar	23.783	13	23.796
Diğer Duran Varlıklar	1.025		1.025
Duran Varlıklar	28.704	628	29.332
Toplam Varlıklar	58.166	628	58.794
Kısa Vadeli Borçlanmalar	9.118		9.118
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.421		1.421
Ticari Borçlar	5.989		5.989
Diğer Borçlar	919		919
Müşteri Sözleşmelerinden Yükümlülükler	4.580		4.580
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.068		1.068
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23.094		23.094
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.661		3.661
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	235		235
Diğer Borçlar	460		460
3 Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.238	41	2.279
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.594	41	6.635
Toplam Yükümlülükler	29.688	41	29.729
Toplam Özkaynaklar	28.478	588	29.065
Toplam Yük. Ve Özkaynaklar	58.166	628	58.794

Kaynak: BBB Yönetimi, PwC Analizi
Borusan Birleşik Boru Fabrikaları Sanayi ve Ticaret A.Ş.
PwC

BBB'nin Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2024 tarihli TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

BBB için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

- 1 Net varlık yaklaşımında, çalışma kapsamında değerlemesi gerçekleştirilen Borçelik'in 30.06.2024 tarihli hisse değeri de, BBB'nin %11,78'lik payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.
- 2 Maddi Duran Varlıklar içinde yer alan ve aktif olarak kullanılmayan Gemlik tesisindeki Kuzutepesi arazisinin, "Harmoni Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş." tarafından yapılan güncel değerlendirme raporunda gerçeğe uygun değeri 23,7 milyon dolar olarak belirtilmiştir. Değerleme çalışmasında bu değer dikkate alınmıştır.
- 3 Ayrıca, finansal yatırımlar ve gayrimenkuller için yapılan düzeltmeler sonucunda, ilgili varlıkların kayıtlı değerleri ile düzeltilmiş değerleri arasındaki geçici farktan oluşan ertelenmiş vergi varlığı düzeltilmiştir.

Değerleme Analizi



Net Varlık
Yaklaşımı

BMBH

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında BMBH'nin hisse değeri **20.163 m TL** olarak tahmin edilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

(m TL)	30.06.2024	Düzeltilme	30.06.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	4		4
Diğer Alacaklar	0		0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0		0
Diğer Dönen Varlıklar	1		1
Kısa Vadeli Varlıklar	5		5
Finansal yatırımlar (UV)	46.984	(25.626)	21.358
1 BBB	46.975	(25.621)	21.354
2 Vobarno	9	(5)	4
3 Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	1.602	1.602
Duran Varlıklar	46.984	(24.024)	22.960
Toplam Varlıklar	46.989	(24.024)	22.965
Diğer Borçlar	1		1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0		0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1		1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.801		2.801
Uzan Vadeli Yükümlülükler	2.801		2.801
Toplam Yükümlülükler	2.802		2.802
Toplam Özkaynaklar	44.187	(24.024)	20.163
Toplam Yük. Ve Özkaynaklar	46.989	(24.024)	22.965

BMBH'nin Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2024 tarihli KGK'nın finansal raporlama hükümleri ile uyumlu TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmemiş mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

BMBH için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

- 1 BBB'nin net varlık yaklaşımı kapsamında hesaplanmış 30.06.2024 tarihli hisse değeri, BMBH'nin BBB'deki %73,48'lik doğrudan payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.

BBB Özkaynak	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
29.065 m TL		%73,48		21.354 m TL

- 2 Net varlık yaklaşımı kapsamında, Vobarno'nun 30.06.2024 tarihli hisse değeri de, BMBH'nin Vobarno'daki %1'lik doğrudan payı ile çarpılarak düzeltilmiştir.

Vobarno Özkaynak	×	Doğrudan Pay	=	Düzeltilmiş Değer
434 m TL		%1,00		4 m TL

- 3 Ayrıca, finansal yatırımlar için yapılan düzeltmeler sonucunda, ilgili varlıkların kayıtlı değerleri ile düzeltilmiş değerleri arasındaki geçici farktan oluşan ertelenmiş vergi varlığı düzeltilmiştir.

Değerleme Analizi

Borçelik

Borçelik'in değerleme çalışmasında yöntem olarak **Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı** dikkate alınmıştır. Tüm değerleme yaklaşımları ve verilen ağırlıklar dikkate alındığında Borçelik'in **30 Haziran 2024** tarihi itibarıyla değeri **1.010 m \$** tahmin edilmiştir.

Şirket Değeri (m \$)	Ağırlık (%)
PwC Değer Aralığı 960 1.010 1.060	%100
Gelir Yaklaşımı 844 1.043 1.243	%75
Piyasa Yaklaşımı 708 919 1.166	%25
Karşılaştırılabilir Şirketler 726 864 971	%50
Karşılaştırılabilir İşlemler 690 973 1.360	%50

Değerleme Sonucu

Gelir Yaklaşımı: İNA yöntemi, bir şirketin değerinin, gelecekteki serbest nakit akışlarının net bugünkü değeri temelinde tahmin edilmesine dayanır. Net bugünkü değer, Şirket'in risk profiline ve operasyonlarına uygun bir iskonto oranı kullanılarak tahmin edilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı: Çelik sektöründe faaliyet gösteren halka açık benzer şirketlerin EV/EBITDA çarpanları ve çelik sektöründe kamuya duyurulmuş işlemler dikkate alınmıştır.

- Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı, Şirket'in temel işletme değerini en iyi temsil eden yöntemler olarak kabul edilmekte olup, birincil yöntemler olarak seçilmiş ve PwC Değerleme aralığının belirlenmesinde gelir yaklaşımına **%75**, piyasa yaklaşımına ise **%25** ağırlık verilmiştir.
- Piyasa Yaklaşımı değerlendirilirken, Benzer Şirketler yöntemine **%50**, Benzer İşlemler yöntemine ise **%50** ağırlık verilmiştir.

(m \$)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	960	1.010	1.060
Net Nakit / (Borç)	(151)	(151)	(151)
Hisse Değeri	809	859	909
Hisse Değeri (m TL)	26.567	28.208	29.849
BBB Doğrudan Pay (%)	%11,78	%11,78	%11,78
BBB Borçelik'teki Payı (m TL)	3.129	3.322	3.516



© 2024 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağını veya PwC ağının üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.»