



BULLS GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU**

**Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29/5’inci maddesi uyarınca
hazırlanmıştır.**

13 Mayıs 2025

1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29/5’inci maddesi uyarınca Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı AŞ’nin (Bulls Girişim, Şirket) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğinin değerlendirilmesidir.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29’uncu maddesinin 1’inci fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir. Halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun halka açılacak ortaklığın Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafı olması halinde, fiyat tespit raporunun başka bir yetkili kuruluş tarafından hazırlanması gerekmektedir. Bu çerçevede Şirket özsermaye değeri ve beher pay değerinin belirlenmesi amacıyla A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (A1 Capital) tarafından 27.12.2024 tarihli fiyat tespit raporu hazırlanmış, söz konusu rapor ile Bulls Girişim’in değeri 3.045.572.610 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz iskontosu sonrası Şirket değeri 2.436.458.088 TL olmuştur.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29’uncu maddesinin 5’inci fıkrasında ise; “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.” hükmü yer almaktadır.

A1 Capital tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket’in nihai değerinin tespit edilebilmesi amacıyla Net Aktif Değer (NAD) metodu ile Çarpan Analizi metodu kullanılmış olup, çarpan analizi yönteminde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanı tercih edilmiştir. Değerleme çalışmasında Net Aktif Değer Yöntemine %75, Çarpan Analizine %25 ağırlık verilmiş olup, Şirket değerinin belirlenmesi için yapılan hesaplama özet olarak aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
NAD Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.437.827.956
Çarpan Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri	607.744.653
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri	3.045.572.610
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>	<i>200.000.000</i>
Pay Başına Özsermaye Değeri	15,23
<i>İskonto Oranı</i>	<i>20,00%</i>
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri	2.436.458.088
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	12,18

Tabloda yer verilen hesaplama sonucu bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına **12,18 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

3. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

Şirket'in fiyat tespit raporunda kullanılan yöntemler çerçevesinde Şirket'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmelere aşağıda yer verilmiştir.

3.1 Net Aktif Değer Yöntemi

A1 Capital tarafından fiyat tespit raporunda Şirket'in 30.09.2024 tarihli finansal tablo sonuçları dikkate alınarak Şirket'in net aktif değeri hesaplanmış ve net aktif değer 3.250.437.275 TL bulunmuştur. A1 Capital tarafından Şirket'in nihai değerinin belirlenmesinde dikkate alınan 30.09.2024 tarihli finansal tablo kalemleri ile 31.03.2025 tarihli finansal tablo kalemleri karşılaştırılmalı olarak aşağıda yer almaktadır. Şirket'in net aktif değeri 31.03.2025 tarihli finansal tablolara göre 4.577.074.974 TL olarak hesaplanmaktadır.

Net Aktif Değer (TL)	30.09.2024	31.03.2025	Artış/Azalış (%)
Nakit ve Nakit Benzerleri	60.548.136	457.608.137	655,78%
Finansal Varlıklar	3.188.237.397	4.109.027.740	28,88%
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	3.188.237.397	3.769.027.740	18,22%
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	-	340.000.000	100%
<i>BİST'te İşlem Gören Paylar & Yatırım Fonları</i>	-	-	-
Diğer Varlıklar	22.530.388	22.279.775	-1,11%
(Eksi) Yabancı Kaynaklar	20.878.646	11.840.678	-43,29%
Kısa Vadeli Banka Kredileri (Kredi Kartları)	45.264	45.404	0,31%
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	350.286	30.787	-91,21%
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Kiralamaların Kısa Vadeli Kısmı	6.083.690	4.740.873	-22,07%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45.000	-	-100%
Uzun Vadeli Kiralamalardan Yükümlülükler	13.856.976	5.444.227	-60,71%
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	-	-	-
Diğer Yükümlülükler	497.430	1.579.387	217,51%
Net Aktif Değer	3.250.437.275	4.577.074.974	40,81%

Tabloda yer verilen bilgilerden de anlaşılacağı üzere Şirket tarafından yayımlanan son finansal tablo tarihi itibarıyla Şirket'in net aktif değeri halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan net aktif değerine kıyasla 40,81 % oranında artış göstermiştir.

3.2. Çarpan Analizi Yöntemi

A1 Capital tarafından çarpan analizi yönteminde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) şirketlerinin proje odaklı çalışması ve projeden çıkış stratejilerinin olması, gelirlerinin yatırım yaptıkları şirketlere bağlı olması, düzenli ve öngörülebilir bir nakit akışına sahip olmaması, gelirlerinin dönemsellik arz etmesi gibi sebeplerin şirket çarpanlarında oynaklığa sebep olabileceğinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri/Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) gibi gelir tablosu bazlı çarpanlar değerlendirilerek çalışmada kullanılmamıştır. Piyasa çarpan analizinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) kullanılmıştır.

Emsal şirketler olarak Borsa İstanbul'da işlem gören girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının verileri dikkate alınmış, çarpan analizi ile nihai değerin tespitinde emsal şirketlerin örnekleme kümesindeki 7 gözlem değerinden en düşük ve en yüksek değerler elimine edilerek aritmetik ortalaması hesaplanıp piyasa çarpan analizi kapsamında değerlendirilerek 0,75x çarpanı kullanılmıştır. Buna göre; Şirket'in net aktif değeri üzerinden yapılan hesaplama ile Şirket değeri 2.430.978.614 TL olarak bulunmuştur. Fiyat tespit raporunda yer alan çarpanlar aşağıdaki gibidir:

Karşılaştırılabilir Benzer Şirketler	Borsa Kodu	PD/DD	Piyasa Değeri (000.000 TL)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GOZDE	0,38	10.072
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HDFGS	0,49	876
HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HUBVC	1,14	662
ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ICUGS	3,89	1.797
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ISGSY	0,74	2.756
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	PRDGS	0,85	1.092
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	VERTU	0,52	1.879
Ortalama		0,75	2.733

Kaynak : Finnet Veri Tabanından 26.12.2024 tarihli piyasa kapanışları ile çekilmiştir

Fiyat tespit raporunda emsal olarak alınan şirketlerin 31.03.2025 tarihli finansal tablolarına göre PD/DD çarpanlarına fiyat tespit raporunda uygulandığı gibi en düşük ve en yüksek değerler elimine edilerek aritmetik ortalaması hesaplanmış olup PD/DD çarpanı 0,58x olarak bulunmuştur. Çarpanlar aşağıdaki gibidir:

Karşılaştırılabilir Benzer Şirketler	Borsa Kodu	PD/DD	Piyasa Değeri (000.000 TL)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GOZDE	0,30	7.288
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HDFGS	0,33	712
HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HUBVC	0,80	479
ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ICUGS	1,37	758
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ISGSY	0,61	2.562
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	PRDGS	0,71	1.219
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	VERTU	0,46	1.719
Ortalama		0,58	2.105

Kaynak : Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 12.05.2025 tarihli piyasa kapanışları ile sağlanmıştır

4. SONUÇ

Bulls Girişim'in halka arz fiyatının belirlenmesine yönelik olarak A1 Capital tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda; Şirket faaliyetlerinin doğası gereği herhangi bir projeksiyona yer verilmemiş ve geleceğe yönelik varsayımlar yapılmamıştır. Halka arz fiyatının belirlenmesine ilişkin olarak yapılan çalışmalarda Şirket'in gerçekleşmiş finansal verileri kullanılarak hesaplanan Net Aktif Değer Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi Yöntemi kullanılmıştır. Bu kapsamda; Pay Tebliği'nin 29/5'inci maddesi uyarınca yapılan fiyat tespit raporunda kullanılan parametrelerle ulaşılan sonuçların, Şirket'in 31.03.2025 tarihli finansal tablo verileriyle önemli tutarda bir farklılık içerip içermediği yönünde değerlendirilmiştir.

Şirket özsermaye değerinin tahmin edilmesinde Net Aktif Değer (NAD) %75 ve Piyasa Çarpanları yaklaşımı ise %25 oranında ağırlıklandırılmıştır.

31.03.2025 tarihi itibarıyla Şirket'in net aktif değeri halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan 30.09.2024 tarihli net aktif değerine kıyasla %40,81 oranında artış göstermiştir. Buna ek olarak; çarpan analizi yönteminde kullanılan benzer şirketlerin 12.05.2025 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da PD/DD çarpanlarının aritmetik ortalaması tekrar hesaplanmış olup, söz konusu değer A1 Capital tarafından fiyat tespit raporunda yapılan hesaplamaya göre düşüş göstermiştir. Diğer yandan, net aktif değer in yükselmesi ile çarpan analizi sonucunda önemli bir değişim olmamaktadır.

Buna göre; A1 Capital tarafından Bulls Girişim'in halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemler sonucu ulaşılan nihai değer ile Denetim Komitemizce Şirket'in 31.03.2025 tarihli finansal verileri kullanılarak yapılan hesaplamalar arasında önemli ölçüde bir farklılık bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kamuoyuna ve yatırımcıların bilgilerine sunulur.

BULLS GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
DENETİMDEN SORUMLU KOMİTE

Sıtkı Sönmezer
Komite Başkanı

Volkan Öngel
Komite Üyesi