



**Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve
Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin Denetimden Sorumlu Komite Tarafından
Hazırlanan Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

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

16 Kasım 2021

1.Raporun Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5. maddesi gereğince Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin (Şirket) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

2.Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“QNB Finans Yatırım”) tarafından 09.07.2021 tarihinde hazırlanan ve 06.08.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu’nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde Uluslararası Değerleme Standartları’nda (UDS) yer alan Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) yöntemi kullanılmış, Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemi ise bilgi amaçlı ek olarak verilmiştir.

Şirket’in piyasa değeri (PD)/Net Kâr çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçların ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. PD/Net Kar çarpanı, Fiyat Kazanç (F/K) çarpanı olarak da kullanılmakta ve finansal getirilerini yansıtarak oluşan piyasa değerine işaret etmektedir. Diğer yandan FAVÖK çarpanı da Şirket’in operasyonel kârlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye’de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır.

Halka Açık Benzer Şirket Analizi Değerleme Sonucu

Halka açık benzer şirket çarpan analizi için hem Borsa İstanbul’da işlem gören hem de yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin PD/Net Kâr Çarpanı ve FD/FAVÖK Çarpanı analizleri sonucunda bulunan piyasa değerleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

Çarpan Analizi Sonuçları		
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	%60	839.961.675
Yurtdışı Benzer Şirketler	%40	1.011.843.105
Ortalama Değer		908.714.247

Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket’in halka arz öncesi piyasa değeri 908,7 milyon TL ve birim pay değeri 11,36 TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değere uygulanan %19,9 halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 728 milyon TL ve halka arz birim pay değeri 9,10 TL olarak belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa ve Birim Pay Değeri	
Nominal Sermaye Tutarı, TL	80.000.000
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri, TL	908.714.247
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Birim Pay Değeri, TL	11,36
Halka Arz İskonto Oranı	%19,9
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri, TL	728.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	9,10

Rapora bilgi amaçlı ek olarak verilen indirgenmiş nakit akımları analizinin çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır.

Kârlılık Tahminleri

TL	2021	2022	2023	2024	2025
Hasılat	660.754.302	775.421.629	918.603.428	1.096.170.475	1.340.122.709
Satışların Maliyeti	(538.365.943)	(629.814.039)	(744.114.545)	(882.446.940)	(1.075.594.326)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%81,5</i>	<i>-%81,2</i>	<i>-%81,0</i>	<i>-%80,5</i>	<i>-%80,3</i>
Brüt Kar	122.388.359	145.607.590	174.488.883	213.723.535	264.528.383
<i>Brüt kar marjı, %</i>	<i>%18,5</i>	<i>%18,8</i>	<i>%19,0</i>	<i>%19,5</i>	<i>%19,7</i>
Faaliyet Giderleri	(22.405.994)	(25.206.743)	(28.357.586)	(31.902.284)	(35.890.070)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%3,4</i>	<i>-%3,3</i>	<i>-%3,1</i>	<i>-%2,9</i>	<i>-%2,7</i>
Genel Yönetim Giderleri	(21.964.952)	(24.710.571)	(27.799.393)	(31.274.317)	(35.183.606)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%3,3</i>	<i>-%3,2</i>	<i>-%3,0</i>	<i>-%2,9</i>	<i>-%2,6</i>
Pazarlama Giderleri	(441.042)	(496.172)	(558.193)	(627.967)	(706.463)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>
FVÖK	99.982.365	120.400.847	146.131.297	181.821.251	228.638.313
FVÖK Marjı	%15,1	%15,5	%15,9	%16,6	%17,1
Amortisman	8.114.267	7.888.899	7.581.529	7.350.631	7.189.703
FAVÖK	108.096.632	128.289.747	153.712.825	189.171.882	235.828.016
FAVÖK Marjı	%16,4	%16,5	%16,7	%17,3	%17,6

İNA Çalışması Sonucu

TL	2021	2022	2023	2024	2025	Devam eden değer
FVÖK	99.982.365	120.400.847	146.131.297	181.821.251	228.638.313	
Vergi gideri	(22.995.944)	(25.284.178)	(26.303.633)	(32.727.825)	(45.727.663)	
Vergi sonrası FVÖK	76.986.421	95.116.669	119.827.664	149.093.426	182.910.650	
Amortisman ve itfa	8.114.267	7.888.899	7.581.529	7.350.631	7.189.703	
İşletme sermayesindeki değişim	(6.575.355)	(12.134.257)	(12.104.043)	(8.460.475)	(13.668.181)	
Yatırımlar	(3.167.888)	(2.613.508)	(1.829.455)	(1.875.192)	(1.922.071)	
Serbest nakit akımı	75.357.445	88.257.804	113.475.694	146.108.390	174.510.101	1.329.692.909
Devam eden büyüme oranı	%5,0					
İskonto faktörü	%18,8	0,92	0,78	0,65	0,55	0,46
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	52.279.285	68.418.313	74.058.974	80.241.829	80.686.678	614.798.245

TL

İNA toplamı	355.685.080
Devam eden değer	614.798.245
Firma Değeri	970.483.326
Net finansal borç	70.319.751
Piyasa Değeri	900.163.575

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 970 milyon TL ve Piyasa Değeri 900 milyon TL'dir. İNA ile bulunan Piyasa Değeri'ne göre hesaplanan birim pay değeri **11,25 TL**'dir.

3.Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılının ilk dokuz aylık dönemine ilişkin tahmin bulunmadığından, Şirket'in 2020 dönemi yıllık ve dokuz aylık finansallarından ciro mevsimselliği incelenmiş ve yıllık cironun %70'nin yılın ilk üç döneminde, %30'luk kısmının ise yılın dördüncü çeyreğinde kaydedildiği hesaplanmıştır. Buradan hareketle yıllık tahminlerin %70'i alınıp, 2021 yılı 9 aylık tahmini ve gerçekleşen verileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

TL	2021 (T)	2021/9 (T)	2021/9 (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	660.754.302	462.528.011	411.379.242	88,94
Satışların Maliyeti	538.365.943	376.856.160	326.878.024	86,74
Brüt Kâr	122.388.359	85.671.851	84.501.218	98,63
Faaliyet Giderleri	22.405.994	15.684.196	23.690.582	151,05
FAVÖK	108.096.632	75.667.642	64.869.647	85,73

Buna göre Şirket'in hasılatı, 2021 yılı dokuz aylık dönem için tahmin edilen hasılatın %88,94'ü oranında gerçekleşmiştir. 2021 yılı dokuz aylık dönemde brüt kâr tutarı tahmin edilen tutarın %98,63 oranında, FAVÖK tutarı ise %85,73 oranında gerçekleşmiştir.

Şirket'in faaliyetlerinin yıllara sari olması nedeniyle, yürütülen işlerin tamamlanma derecelerine göre hasılatı yansıtılması, yıl içinde bazı dönemlerde hasılatı tahmin edilen orana kıyasla sapma olmasına sebep olmaktadır. Şirket'in 2021 yılı ilk 9 ayında aldığı 12 adet projenin hasılatı yansıtılması 2021 yılının üçüncü çeyreğinden sonra olacaktır. Şirket ve bağlı ortaklığı daha önceki yıllardan devam eden projelerin yanı sıra 2021 yılı ilk 9 aylık döneminde aşağıda verilen yeni projeleri üstlenmiştir;

- Ataköy Medica Hastanesi
- Borsa İstanbul İstanbul Finans Merkezi Ofisi
- Samsung Cep Telefonu Fabrikası
- Acıbadem Ataşehir Hastanesi
- Medipol Acıbadem Hastanesi
- Kavacık Medikal Medisite Hastanesi
- Aydınli Hazır Giyim Selimpaşa Fabrika Binası
- Aydınli Hazır Giyim Hadımköy Depo
- Çatalca Özel Konut Yapımı
- Kalyon Jet Hangarı Projesi
- İş GYO İstanbul Finans Merkezi Ofisi
- Vakıfbank Genel Müdürlüğü Faz2

4.Sonuç ve Değerlendirme

Şirket'in yüklenici ve/veya alt yüklenici sıfatıyla üstlendiği yıllara yaygın ısıtma ve soğutma sistemleri ile mekanik ve elektrik tesisatı inşaatı işleri ile ilgili sözleşmeleri tamamlanma oranı dikkate alınarak hasılatı yansıtılmaktadır. Dolayısıyla hasılatındaki artış veya azalışlar üstlenilen projelerin fiziki tamamlanma derecesine ve projenin sözleşme bedeline göre dönemler itibarıyla değişkenlik göstermektedir. Aynı dönemde, yurt dışına yüksek kâr marjlı mühendislik projesi teslim edilmesi, projelerin maliyetlerinin önceki dönemlere göre daha iyi yönetilebilir hale gelmesi ve bu dönemde yüksek tutarlı projelerin tamamlanma yüzdelerinin artmasıyla hasılatı yaşanan artış sonucu brüt kârı % 68,53 oranında artarak 50,1 Milyon TL'den 84,5 Milyon TL'ye yükselmiştir. FAVÖK ise 2020 yılının ilk 9 ayına göre %68,94 artarak 38,4 Milyon TL'den 64,8 Milyon TL'ye yükselmiştir.

Sonuç olarak Şirket'in 2021 yılı 9 aylık döneminde hasılat hedefinin %88,94'üne, brüt kâr hedefinin %98,63'üne, FAVÖK hedefinin de %85,73'üne ulaşılmıştır. 09.07.2021 tarihinde hazırlanan ve 06.08.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 2021 yılsonu tahminleri ile ilk dokuz aydaki gerçekleştirmeler karşılaştırıldığında, Şirket'in 2021 yılı dördüncü çeyreği bilanço döneminde 37.887.141 TL Brüt Kâr ve 43.226.985 TL FAVÖK açıklaması

halinde yılsonu tahminlerine ulaşacağı görülmektedir. Bu rakamlar; 2020 yılsonu ile 2020 yılı dördüncü çeyrek bilanço döneminde açıklanan arasındaki fark Brüt Kâr için 44.556.433 TL ve FAVÖK için 44.695.189 TL rakamlarının altındadır.

Şirket'in güçlü finansal yapısı, büyüme stratejileri doğrultusunda yapılacak yatırımlar sonucu faaliyet alanında yaratılacak çeşitlilik ve ilk 9 ayda alınan projeler tamamlandıkça, kesilen hak ediş faturalarının hasılatı yansıması sonucu 2021 yılsonu hedeflerine ulaşılacağı ve Fiyat Tespit Raporu ekinde bilgi amaçlı olarak bulunan varsayımların gerçekleştirileceği beklenmektedir.

Saygılarımızla,

DENETİMDEN SORUMLU KOMİTE

Alev DUMANLI
Başkan

Gültekin PORTİOĞLU
Üye