

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Kurumsal Finansman Birimi tarafından, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("A1 Capital") Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Bulls GSYO", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 27 Aralık 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
Halka Arz Tarihleri	14-17 Şubat 2025
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı – Ortak Satışı
Mevcut Ödenmiş Sermaye	200.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	68.000.000 TL nominal (Sermaye Artışı) 4.500.000 TL nominal (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	268.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	883.050.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (39.875.000 TL) (%55) Şirket Çalışanları (3.625.000 TL) (%5) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (29.000.000 TL) (%40)
Halka Arz Fiyatı	12,18 TL
Halka Açıklık Oranı	%27,05
Borsa Kodu	BULGS
Taahhütler	Şirket halka arzdan sonraki 1 yıl süreyle, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları da dahil olmak üzere) yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar almayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacağını beyan ve taahhüt etmiştir. Ortaklar 1 yıl boyunca sermayede sahip olduğu payların halka arz fiyatının altında bir fiyattan borsada satılmayacağını ve bu payların halka arz fiyatının altında Borsa İstanbul'da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile gerçekleştirilmesi planlanmaktadır.

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket, esas sözleşmesinin “Amaç ve Konu” başlıklı 5. Maddesi çerçevesinde Şirket’in faaliyet konusu, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulumuzca belirlenecek diğer varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek ve sermaye piyasası mevzuatında izin verilen diğer faaliyetlerde bulunmaktadır. Şirket, GSYO tebliği uyarınca tanımlanan nitelikteki girişim şirketlerine yatırım yapmaktadır.

İhraççı’nın ana faaliyet konusu olan girişim sermayelerine ilişkin olarak Türkiye’deki gelişmelerin incelendiği KPMG Türkiye tarafından hazırlanan “Turkish Startup Investments Review Q3 2024” başlıklı rapora göre 2024 üçüncü çeyrek küresel girişim yatırımları, 70,1 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. Amerika Kıtası 41,4 milyar USD, Avrupa 12,5 milyar USD ve Asya 15,6 milyar olarak, 2024 üçüncü çeyrekte girişim sermayesi yatırım sayılarının düşük seviyelerde kaldığı gözlemlenmektedir. Küresel olarak yaklaşık iki şirket 1 milyar USD veya daha üzerinde yatırım almıştır. Yapay zekâ risk sermayesi yatırımlarında başı çekerken, bu sektörü savunma teknolojileri, enerji, sürdürülebilir teknoloji ve fintekler takip etmiştir.

Türkiye’deki girişim ekosisteminde toplam işlem hacmi 305 milyon USD olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde toplam işlem sayısı 146 olarak kaydedilmiştir. 2024/2Ç’de işlem sayısı 58, 2024/1Ç’de ise 54 olmuştur.

2024/3Ç’de toplam işlem hacminde en büyük payı %83 ile startup aşaması satın almaları oluşturmaktadır. Tohum aşaması yatırımları toplam hacmin %16’sını oluşturmuştur. İşlem sayısı bakımından startup aşaması yatırımları 139 işlemle ilk sırada yer alırken, bunu 6 tohum aşaması satın alma işlemleri takip etmiştir.

Yabancı yatırımcılar 266,1 milyon USD’lik 8 işlem ile hacmin %87’sini karşılamışlardır.

Biotek yatırımları 22 anlaşma ile anlaşma sayısı açısından 1. sırada yer alırken; bunu sağlık teknolojileri, fintek ve SaaS alanındaki anlaşmalar takip etmiştir. Fintek, SaaS ve yapay zeka yatırımları hem yerli hem de yabancı yatırımcılar için cazip alanlar olmaya devam etmiştir.

İhraççı, yatırım stratejisini ve çıkış senaryosunu dünya ve ülkemiz ekonomisi ile yerel ve uluslararası piyasalarda meydana gelecek gelişmeler doğrultusunda yılda en az bir kere gözden geçirerek gerekli gördüğü durumlarda yenilemeyi planlamaktadır.

İhraççı’nın İzahname başvuru tarihi itibarıyla yatırım yapmış olduğu şirketler aşağıda belirtilmiştir.

- Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş.
- Sporttz Spor Yatırımları A.Ş.
- Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.
- Repg Real Power Industry Gerçek Güç Enerji Üretim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
- İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. One Life Ventures GSYF
- Gami Teknoloji A.Ş.
- Mediazs Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları A.Ş.
- RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Perakende GSYF
- Finar İletişim Teknolojileri A.Ş.

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

- RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Secondary GSYF
- RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Arf GSYF
- Tera Portföy Yönetimi A.Ş. Ludus Ventures GSYF
- Lydia Yeşil Enerji Kaynakları A.Ş.
- Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres GSYF
- Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Tars Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
- Pardus Portföy Yönetimi A.Ş. Dördüncü GSYF
- Pardus Portföy Yönetimi A.Ş. Pardus Teknoloji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
- RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Simit Sarayı Girişim Sermayesi Yatırım Fonu

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arzdan Sonra	
		TL	%	TL	%
Kemal Akkaya	A	1.500.000	0,75	1.500.000	0,56
	B	48.500.000	24,25	48.500.000	18,10
Bulls Yatırım Holding A.Ş.	B	150.000.000	75,00	145.500.000	54,29
Halka Açık Kısım	B	-	-	72.500.000	27,05
- Sermaye Artırımı	-	-	-	68.000.000	25,37
- Ortak Satışı	-	-	-	4.500.000	1,68
Toplam Çıkarılmış Sermaye		20.000.000	100,00	268.000.000	100,00

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket'in, sermaye artırımı dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden ilgili masraflar ve maliyetler düşüldükten sonra fonun aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarda kullanılması planlanmaktadır.

Şirket, halka arzdan elde edilecek fonun;

- %50'sini diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin yatırımında kullanmayı,
 - %40'ını savunma sanayi sektörü şirketlerine yatırımında kullanmayı,
 - %10'ununu işletme sermayesinde kullanmayı,
- planlamaktadır.

3. FİNANSAL TABLOLAR

3.1. Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	40.261.762	99.979.999	44.981.953	62.780.713
Nakit ve Nakit Benzerleri	23.547.364	83.648.528	44.069.339	60.548.136
Finansal Yatırımlar	15.541.836	16.003.826	61.916	-
Diğer Alacaklar	-	194.388	82.331	617.924
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	194.388	82.331	617.924

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.



Peşin Ödenmiş Giderler	853.235	10.098	45.150	93.022
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>853.235</i>	<i>10.098</i>	<i>45.150</i>	<i>93.022</i>
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	319.327	123.159	723.217	1.521.631
Duran Varlıklar	155.409.614	166.177.352	2.163.525.851	3.208.535.208
Diğer Alacaklar	2.751	1.674	46.129	8.950
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>2.751</i>	<i>1.674</i>	<i>46.129</i>	<i>8.950</i>
Finansal Yatırımlar	146.054.996	159.518.194	2.149.273.127	3.188.237.397
Maddi Duran Varlıklar	525.612	789.639	1.312.229	5.217.074
Kullanım Hakkı Varlıkları	8.802.172	5.837.454	12.866.226	14.966.561
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15.048	27.286	27.489	105.226
Peşin Ödenmiş Giderler	9.035	3.105	651	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>9.035</i>	<i>3.105</i>	<i>651</i>	<i>-</i>
Toplam Varlıklar	195.671.376	266.157.351	2.208.507.804	3.271.315.921
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.670.507	1.985.933	5.680.652	6.831.407
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	33.919	71.386	45.264
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	3.195.961	1.743.103	4.856.355	6.083.690
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>3.195.961</i>	<i>1.743.103</i>	<i>4.856.355</i>	<i>6.083.690</i>
Ticari Borçlar	36.836	49.021	389.081	350.286
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>36.836</i>	<i>49.021</i>	<i>389.081</i>	<i>350.286</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	121.481	149.418	337.469	307.167
Diğer Borçlar	313.542	-	-	-
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>313.542</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.687	10.472	26.361	45.000
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.785.852	3.747.489	6.838.770	14.047.239
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	6.755.738	3.633.242	6.542.906	13.856.976
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	<i>6.755.738</i>	<i>3.633.242</i>	<i>6.542.906</i>	<i>13.856.976</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	30.114	114.247	295.864	190.263
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>30.114</i>	<i>114.247</i>	<i>295.864</i>	<i>190.263</i>
Özkaynaklar	185.215.017	260.423.929	2.195.988.382	3.250.437.275
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	40.000.000	200.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	105.971.037	105.971.037	116.961.467	195.977.486
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	-	77.497.494	239.015.989	-
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	-	-	56.507.033	56.507.033
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	-	31.763	(45.222)	220.147
<i>Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar</i>	<i>-</i>	<i>31.763</i>	<i>(45.222)</i>	<i>220.147</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	573.286	573.286	573.286
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	-	48.670.698	46.350.349	1.742.975.829
Dönem Karı/(Zararı)	49.243.980	(2.320.349)	1.696.625.480	1.054.183.494
Toplam Kaynaklar	195.671.376	266.157.351	2.208.507.804	3.271.315.921

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Bağımsız Denetim Raporu

Oran Analizleri

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite ve mali yapı oranları aşağıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Oranlar	2021	2022	2023	2024/09
Likidite Oranları				
Cari Oran	10,97	50,34	7,92	9,19
Nakit Oranı	10,65	50,18	7,77	8,86
Finansal Yapı Oranları	2021	2022	2023	2024/09
Kaldıraç Oranı	%5,34	%2,15	%0,57	%0,64
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	%94,66	%97,85	%99,43	%99,36
Özkaynaklar/Yabancı Kaynaklar	%1771,31	%4542,21	%17540,65	%15568,24
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar/Pasif Toplamı	%1,88	%0,75	%0,26	%0,21
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/Pasif Toplamı	%3,47	%1,41	%0,31	%0,43
Duran Varlıklar/Özkaynaklar	%83,91	%63,81	%98,52	%98,71

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi İzahname

3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	82.943.388	349.965.740	602.677.756	432.902.793	2.299.476.378
Satışların Maliyeti (-)	(71.742.955)	(317.192.749)	(342.794.577)	(209.227.496)	(284.830.030)
Brüt Kar	11.200.433	32.772.991	259.883.179	223.675.297	2.014.646.348
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.447.825)	(11.608.924)	(18.061.388)	(14.170.066)	(26.403.005)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	64.888.966	44.502.900	1.513.333.810	1.879.446.847	453.549.331
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(1.424.722)	(45.150.499)	(25.649.955)	(2.246.365)	(578.388.968)
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	70.216.852	20.516.468	1.729.505.646	2.086.705.713	1.863.403.706
Finansman Gelirleri Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	70.216.852	20.516.468	1.729.505.646	2.086.705.713	1.863.403.706
Finansman Giderleri (-)	(1.293.400)	(1.377.482)	(1.283.839)	(2.058.128)	(4.233.617)
Net Parasal Pozisyon Kayıp Kazançları	(19.679.472)	(21.459.336)	(31.596.327)	(96.128.093)	(804.986.595)
Vergi Öncesi Karı/Zararı	49.243.980	(2.320.350)	1.696.625.480	1.988.519.492	1.054.183.494
Dönem Net Karı/(Zararı)	49.243.980	(2.320.350)	1.696.625.480	1.988.519.492	1.054.183.494
Pay Başına Kazanç	1,64	(0,08)	42,42	49,71	5,27
Diğer Kapsamlı Gelir Kısmı					
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar, Vergi Öncesi Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/(Kayıpları)	-	31.763	(76.985)	18.174	265.369
Toplam Diğer Kapsamlı Gelir, Vergi Öncesi	-	31.763	(76.985)	18.174	265.369
Toplam Diğer Kapsamlı Gelir	-	31.763	(76.985)	18.174	265.369
Toplam Kapsamlı Gelir	49.243.980	(2.288.587)	1.696.548.495	1.988.537.666	1.054.448.863

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Bağımsız Denetim Raporu

4. DEĞERLEME

Şirket'in pay başına değeri hesaplanırken; Net Aktif Değer Analizi'ne %75 ve Piyasa Çarpanları Analizi'ne %25 ağırlık verilmiş ve böylelikle; 3,04 milyar TL özsermaye değeri bulunmuştur. Elde edilen bu değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz pay fiyatı 12,18 TL olarak hesaplanmıştır.

4.1. Net Aktif Değer Yöntemi

Şirket'in 27.11.2024 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 30 numaralı dipnotunda belirtildiği üzere, 30.09.2024 tarihli bilanço dönemi itibarıyla Şirket'in finansal yatırımlarının gerçeğe uygun değeri 3.188.237.397 TL'dir.

Finansal Yatırımlar (TL)	1.Oca.24	Alımlar/(Satımlar)	Değerleme Artışı	Değerleme Azalışı	30.09.2024
Mevcut Finansal Yatırımlar (01.01.2024 Öncesi)	2.149.273.127	-903.393.167	3.104.950	-347.491.731	901.493.179
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Secondary GSYF	1.062.016.041	-780.013.140		-112.933.197	169.069.704
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Parekende GSYF	64.357.653			-9.416.773	54.940.880
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Arf GSYF	634.031.908			-172.572.476	461.459.432
Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	202.226.318	-145.317.281		-19.109.037	37.800.000
Tera Portföy Yönetimi A.Ş. Ludus Ventures GSYF	1.982.251			-336.791	1.645.460
İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. One Life Ventures GSYF	4.098.188		729.960		4.828.148
Diğer Finansal Varlıklar	180.560.768	21.937.254	2.374.990	-33.123.457	171.749.555
Finar İletişim Teknolojileri A.Ş. – Bistock	14.107.301	369.941		-2.520.356	11.956.886
Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş.	94.961.889			-2.426.863	92.535.026
Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları	50.200.854	21.567.313		-27.272.131	44.496.036

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Sporttz Spor Yatırımları A.Ş.	10.969.178		1.802.210		12.771.388
Gami Teknoloji A.Ş.	7.587.496		572.780		8.160.276
Repg Real Power Industry Gerçek Güç Enerji Üretim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.734.050			-904.107	1.829.943
Yeni Finansal Yatırımlar (01.01.2024 Sonrası)					626.555.371
Lydia Yeşil Enerji Kaynakları A.Ş.		14.290.443	423.143.157		437.433.600
Re-Pie Simit Sarayı GSYF		102.600.000	84.729		102.684.729
Letven Capital Milres GSYF		57.217.455	25.902.717		83.120.172
Letven Capital Tars GSYF		3.321.194		-4.324	3.316.870
Pardus Dördüncü GSYF		945.536.702		-115.309.248	830.227.454
Pardus Teknoloji GSYF		945.536.872		-115.575.479	829.961.393
Toplam Finansal Yatırımlar	2.149.273.127	1.165.109.499	452.235.553	-578.380.782	3.188.237.397

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Şirket, İşbu Fiyat Tespit Raporu 30.09.2024 hesap dönemine ait finansal tablolar esas alınarak hazırlanmış olup, değerlendirme çalışmasında 30.09.2024 tarihli hesap dönemine ait Özkaynak tutarı olan 3.250.437.275 TL Şirket'in Net Aktif Değeri olarak dikkate alınmış ve Şirket'in özsermaye tutarı 3.250.437.275 TL olarak hesaplanmıştır.

Net Aktif Değer (TL)	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	83.648.528	44.069.339	60.548.136
Finansal Varlıklar	175.522.020	2.149.335.043	3.188.237.397
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	159.518.194	2.149.273.127	3.188.237.397
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	16.003.826	61.916	-
BİST'de İşlem Gören Paylar & Yatırım Fonları	16.003.826	61.916	-
Diğer Varlıklar	6.986.803	15.103.422	22.530.388
(Eksi) Yabancı Kaynaklar	5.733.422	12.519.422	20.878.646
Kısa Vadeli Banka Kredileri (Kredi Kartları)	33.919	71.386	45.264
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	49.021	389.081	350.286
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Kiralamaların Kısa Vadeli Kısım	1.743.103	4.856.355	6.083.690
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.472	26.361	45.000
Uzun Vadeli Kiralamalardan Yükümlülükler	3.633.242	6.542.906	13.856.976
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	-	-	-
Diğer Yükümlülükler	263.665	633.333	497.430
Net Aktif Değer	260.423.929	2.195.988.382	3.250.437.275

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket, Piyasa Çarpanları Yönteminde, Karşılaştırılabilir Benzer Firmalar olarak nitelendirilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları A.Ş.'nin yanı sıra, İhraççı, GSYO Tebliği'nde belirlenen esaslar çerçevesinde Borsa'da işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabildiğinden Borsa İstanbul'a kote Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları A.Ş.'ler de Karşılaştırılmalı Benzer Firmalar kapsamında incelenmiştir.

Şirket, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları kapsamında, Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (GOZDE), Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HDFGS), HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HUBVC), ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ICUGS), İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ISGSY), Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (PRDGS), Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (VERTU) incelemiş ve çarpan analizine dahil etmiştir.

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Şirket, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları şirketlerinin proje odaklı çalışması ve projeden çıkış stratejilerinin olması, gelirlerinin yatırım yaptıkları şirketlere bağlı olması, düzenli ve öngörülebilir bir nakit akışına sahip olmaması, gelirlerinin dönersellik arz etmesi gibi sebepler firma çarpanlarında oynaklığa sebep olabileceğinden FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanlarını değerlendirme çalışmasında kullanmamıştır.

Finnet Veri Tabanından seçilen benzer şirketler örnekleme kümesinden 7 gözlem değeri olduğundan medyan hesaplaması yapılamamıştır. Bunun yerine, örnekleme kümesindeki 7 gözlem değerinden en düşük ve en yüksek değerler elimine edilerek aritmetik ortalaması hesaplanıp değerlemeye dahil edilmiştir.

Şirket Adı	Borsa Kodu	PD/DD	Piyasa Değeri (Milyon 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: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME SONUCU

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi için yapılan değerlendirme çalışmasında Net Aktif Değer (NAD) %75 ve Piyasa Çarpan Analizleri %25 oranında ağırlıklandırılmış olup, 3.045.572.610 TL halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle halka arz öncesi pay değeri 15,13 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 12,18 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
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
Çıkarılmış Sermaye	200.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri	15,13
İskonto Oranı	20%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri	2.436.458.088
İskontolu Halka Arz Fiyatı	12,18

Kaynak: Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporu

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

6. GÖRÜŞ

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.
- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemi’ne %25, Net Aktif Değer Yöntemi’ne %75 oranında ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Yöntemi’nde karşılaştırılabilir benzer şirketlerin analiz edilmesi ile PD/DD çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.

Özetle; %**20’lik** iskonto oranı da göz önüne alındığında **12,18** TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.