

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

25.01.2023

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tera Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

1. Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Bülbüloğlu Vinç" veya "Şirket")

Şirket 1987 yılında kurulmuş olup Şirket'in ana faaliyet konusu çelik konstrüksiyon ve çelik konstrüksiyona dayalı gezer, köprülü ve her nevi vinç imalatı, her türlü kaldırma ve taşıma makinalarının ve portal vinçlerinin, imalatı, ithalatı, ihracatı, alımı, satımı, kiralınması, bakımı ve onarımıdır.

Şirket, Ankara Sincan Organize Sanayi bölgesinde 38.936 m² üzerine kurulmuş kendi mülkü olan fabrikada faaliyet göstermektedir. Faaliyet konusu işleri, çift giriş köprülü vinçler, portal vinçler, proses vinçler, pergel vinçler, kaldırma grupları, özel imalatlar, gemi yükleme vinçleri, transfer arabası, ızgara temizleme makinası, sabit çekirme vinçler ve çelik konstrüksiyon imalatlarından oluşmaktadır.

Şirket'in iki adet olan bağlı ortaklıklarından ilki Bülbüloğlu Çelik Endüstrisi Sanayi Ticaret A.Ş., geniş bir yelpazede çelik konstrüksiyon imalatı ve montajı hizmet vermektedir. Şirket'in diğer bağlı ortaklığı ise Bülbüloğlu Kongre Turizmi Otelcilik İnşaat İç ve Dış Ticaret A.Ş., Ankara'da Holiday Inn markası altında otelcilik hizmeti vermektedir.

2. Mali Tablolar

2.1. Finansal Durum Tabloları

Varlıklar - TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	163.768.706	175.965.705	429.867.817	868.468.165
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.043.927	22.695.941	130.685.834	86.657.085
Ticari Alacaklar	58.580.470	80.333.893	195.411.178	228.827.710
Diğer Alacaklar	43.629.773	3.878.291	6.675.638	23.763.877
Stoklar	44.982.783	61.037.936	83.243.697	446.885.034
Peşin Ödenmiş Giderler	5.854.421	5.605.931	12.605.908	17.951.882
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.017.673	413.541	518.454	1.450.671
Mal ve Hizmet Satış. Doğan Söz. Varlıkları	-	-	-	5.391.246
Diğer Dönen Varlıklar	6.659.659	2.000.172	727.108	57.540.660
Duran Varlıklar	61.788.436	171.283.479	170.236.022	495.803.857
Finansal Yatırımlar	4.157.550	-	-	-
Diğer Alacaklar	6.348	6.348	6.348	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	5.245.000	-	-
Maddi Duran Varlıklar	54.947.654	157.189.786	158.958.097	421.812.228
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.453.416	1.195.355
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	122.157	8.806.828	594.514	20.145.393
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.291.230	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	263.497	35.517	9.223.647	52.650.881
TOPLAM VARLIKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022

Kaynaklar - TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	155.116.625	210.689.926	414.920.843	818.087.294
Kısa Vadeli Finansal Borç	37.442.899	56.404.843	77.104.365	20.987.893
Uzun Vadeli Borç. Kısa Vadeli Kısımları	3.289.106	29.233.368	12.072.969	6.053.877
Ticari Borçlar	59.879.027	57.818.790	156.638.660	306.905.318
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	18.386.371	418.369	4.640.975	20.234.054
Çalışanlara Sağ. Fay. Kapsamında Borçlar	2.580.069	2.623.828	3.997.642	7.370.825
Ertelenmiş Gelirler	26.571.944	57.610.636	154.239.118	443.811.098
Devam Eden İnşaat Söz. Borçlar	3.536.948	952.850	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	37.990	989.507	-	1.714.204
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.693.334	2.299.238	4.080.054	5.409.399
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.698.937	2.338.497	2.147.060	5.600.626
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	37.193.558	89.425.608	114.233.409	201.544.221
Uzun Vadeli Finansal Borç	29.501.095	15.061.082	4.257.803	869.594
Ticari Borçlar	-	8.659.867	-	-
Diğer Borçlar	-	48.350.584	25.796.993	26.832.907
Ertelenmiş Gelirler	-	4.307.962	63.988.312	122.037.980
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.692.463	8.207.853	19.165.560	22.835.032
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	4.838.260	1.024.741	28.968.708
ÖZKAYNAKLAR	33.246.959	47.133.650	70.949.587	344.640.507
TOPLAM KAYNAKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022

2.2. Kar/Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tabloları

Kar veya Zarar Kısmı - TL	2019	2020	2021	2021/09	2022/09
Hasılat	272.067.624	275.598.425	505.203.575	314.257.199	549.262.117
Satışların Maliyeti (-)	-237.788.812	-235.629.010	-428.807.256	-264.135.982	-469.481.529
Brüt Kâr/(Zarar)	34.278.812	39.969.415	76.396.319	50.121.217	79.780.588
Genel Yönetim Giderleri (-)	-18.130.499	-14.323.732	-20.070.364	-12.456.282	-25.571.193
Pazarlama Satış ve Dağ. Gid. (-)	-4.559.374	-4.263.900	-5.022.064	-3.329.979	-6.906.444
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.	10.331.925	17.519.955	73.448.059	16.112.063	71.130.723
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid. (-)	-12.259.930	-28.620.657	-102.992.415	-24.304.548	-80.114.232
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	9.660.934	10.281.081	21.759.535	26.142.471	38.319.442
Yatırım Faaliyetlerinden Gel.	-	231.195	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Gid. (-)	-	-	-1.681.054	-	-
Faaliyet Kârı / (Zararı)	9.660.934	10.512.276	20.078.481	26.142.471	38.319.442
Finansman Gelirleri	19.688.882	27.220.025	47.406.639	14.461.792	40.645.792
Finansman Giderleri (-)	-23.860.477	-35.141.817	-40.796.640	-25.360.697	-35.062.769
Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	5.489.339	2.590.484	26.688.480	15.243.566	43.902.465
Vergi Gelir/(Gideri)	-187.417	4.057.449	2.073.300	592.171	-736.672
Dönem Net Kârı/(Zararı)	5.301.922	6.647.933	28.761.780	15.835.737	43.165.793

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tera Yatırım Bülbüloğlu Vinç Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	30,00
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	11,50
<i>Sermaye Artırımı</i>	7,60
<i>Ortak Satışı</i>	3,90
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	37,60
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%30,6
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	31,00 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	356,5
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri (<i>İskonto Öncesi</i>)	1.162,5
<i>Halka Arz İskontosu</i>	%20
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	930,0
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.165,6

4. Değerleme Yöntemleri

Tera Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de, Bülbüloğlu Vinç paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Çarpan Analizi
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Nihai değer hesaplamasında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Bülbüloğlu Vinç'in şirket değerinin hesaplamasında;

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları yaklaşımlarına yer verilmiştir. Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında faaliyetleri Bülbüloğlu Vinç ile benzeşen şirket bulunmadığı belirtilerek değerlendirilmedi; BİST Sınai Endeksi (XUSIN) şirketlerine ait çarpan verileri 27.12.2022 itibarıyla dikkate alınmıştır. Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilere göre; BİST Sınai Endeksi içerisinde yer alan şirketlerden aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olanlar çarpan analizi yöntemi kapsamında seçilmiştir. Seçilen şirketlerin medyan değerleri incelenmiş olup bu değer 2 katı oranında sapma gösteren şirketler kapsam dışı bırakılmıştır.

XUSIN - Seçilmiş	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
Ortanca	14,61	14,82	4,63
Ortanca – (Uç Değerler Hariç)	12,18	14,37	4,49
Ortalama	27,42	19,86	6,72

TL	Ana Ortaklık Net Kar	FAVÖK	Ana Ortaklık Özkaynaklar	Net Finansal Borç (Nakit)
30.09.2022 / Son 12 Ay	55.131.120	70.637.660	310.893.250	-58.745.721

Şirket Değeri - TL	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
XUSIN	671.266.093	1.073.854.169	1.396.643.423
Ağırlık	40,0%	40,0%	20,0%
Çarpan Analizi	268.506.437	429.541.667	279.328.685
Çarpan Analizi Şirket Değeri	977.376.789		

F/K, FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları ile hesaplanan değerler sırasıyla %40, %40 ve %20 oranlarında ağırlıklandırılarak **Çarpan Analizi ile Şirket Değeri 977.376.789 TL ve birim pay değeri 32,58 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Şirket Değeri'nin hesaplanmasında 2023-

2027 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmış, indirgeme oranı %21,1 olarak dikkate alınmıştır.

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

TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.090.666.652	1.530.003.309	2.205.362.031	2.728.479.075	3.295.033.819	3.959.710.548
Faaliyet Karı (FVÖK)	96.508.556	148.729.794	233.228.865	297.952.471	407.647.893	484.321.018
Vergi	22.196.968	29.745.959	46.645.773	59.590.494	81.529.579	96.864.204
Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	74.311.588	118.983.835	186.583.092	238.361.977	326.118.314	387.456.814
Azınlık Hakları (-)	2.211.258	3.863.413	4.996.856	6.828.914	13.586.518	15.246.453
Yatırım Harcamaları (-)	-	93.500.000	-	-	-	-
Amortismanlar	6.576.167	8.505.526	8.505.526	8.505.526	8.505.526	8.098.267
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-98.876.055	-28.872.964	-44.303.068	-34.330.093	-36.420.016	-43.727.008
Serbest Nakit Akışı	-20.199.559	1.252.983	145.788.694	205.708.496	284.617.306	336.581.620
İndirgeme Oranı	21,1%					
İNA - 2022-2027 (A)	478.127.261					
Devam Eden Değer (B)	844.544.212	%5,0 Terminal Büyüme				
Firma Değeri (A+B)	1.322.671.473					
Azınlık Hakları	-33.747.257					
Net Nakit	58.745.721					
Şirket Değeri	1.347.669.937					

Buna göre Tera Yatırım tarafından INA ile Şirket Değeri 1.347.669.937 TL, birim pay değeri ise 44,92 TL olarak hesaplanmıştır.

5. Sonuç

Tera Yatırım tarafından Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerleri eşit ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri **1.162.523.363 TL**, Birim ise Pay Değeri **38,75 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere **%20 halka arz iskontosu** uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 930.018.690 TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 31,00 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri TL
Çarpan Analizi	50%	977.376.789	32,58
INA Analizi	50%	1.347.669.937	44,92
Şirket Değeri		1.162.523.363	38,75
<i>Halka Arz İskontosu</i>		<i>20%</i>	
Halka Arz Şirket Değeri		930.018.690	31,00

6. Tera Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Tera Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR’de; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönteme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Çarpan Analizi Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz:

- Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler arasında faaliyetleri itibarıyla Bülbüloğlu Vinç’e benzeyen şirket bulunmadığı belirtilerek BİST Sınai Endeksi’ne dahili aktif büyüklükleri 500 – 1.600 milyon TL arasındaki şirketlerin çarpanlarının (uç değerler dışında bırakılarak) ortanca değerleri değerlemede dikkate alınmıştır. Bu yaklaşımı genel itibarıyla makul bulmakla birlikte, bu çarpan setinin yanı sıra Şirket’in faaliyet

gösterdiği sektörün alt ve üst sektörleri ile paydaşları dikkate alınarak Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasından seçilmiş bir şirket setine ilişkin çarpan değerlemesine de ayrıca yer verilebileceğini değerlendiriyoruz.

- Halka arz işlemlerinin doğal akışı çerçevesinde FTR'de yer alan ve Şirket Değeri hesaplamasında kullanılan BIST çarpan verileri 27.12.2022 tarihli'dir. Bununla birlikte halka arzın 26.01.2023'te başlayacak olması nedeniyle, güncel çarpan değerlerinin farklı olabileceğine dikkat çekiyoruz.
- Şirket'in 334,6 milyon TL seviyesinde olan Özkaynaklar tutarının 249,8 milyon TL'si duran varlık değer artış fonundan kaynaklandığına dikkat çekmek isteriz. Benzer şirketler olarak değerlendirilen şirketlerin de duran varlıklarında değerlendirme yapılmış ve bilançolarında bu değerler ile izleniyorsa PD/DD çarpanının kullanılması uygun olmakla birlikte benzer olarak seçilen şirketlerde benzer şekilde bir değerlendirme yapılmadıysa söz konusu çarpanın kullanılması PD/DD ile hesaplanan Şirket Değeri'nin yüksek tespit edilmesi anlamına gelebilecektir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz

FTR'de yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile Tera Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız nedeniyle, FTR'de yer alan verilerden hareketle görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

- Nakit akışları tahmininde yalnızca net satış tutarları ve faaliyet karı kalemlerine yer verilmiştir. Söz konusu dönemlere ilişkin olarak Şirket'in satışlarının miktar ve birim fiyatların ile ilgili yıllarda gerçekleşen net satış tutarları değişimlerinin sebeplerine ilişkin detaylı bilgi verilmesinin daha yerinde olacağını değerlendiriyoruz.
- Projeksiyonlarda, 2023 yılında öngörülen 93,5 milyon TL yatırım harcaması dışında yatırım harcaması öngörüsü yer almamaktadır. Ağır sanayi sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in gelecek dönemlere ilişkin yatırımlarına ve bunlara ilişkin amortismanlara ilişkin detaylara yer verilmesinin daha açıklayıcı olacağını değerlendiriyoruz.

- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında, Şirket'in iş modeli dikkate alınarak; Verilen Sipariş Avansları ve Ertelenmiş Gelirler (alınan sipariş avansları) kalemlerine de yer verilmesinin yerinde olacağını değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak;

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile ilgili Tera Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız ve söz konusu yönetime ilişkin bilginizin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerle sınırlı kalması nedenleriyle detaylı bir analiz gerçekleştirilememiştir.

Yukarıdaki görüşlerimiz ve dikkat çektiğimiz noktalar ile birlikte; mevcut faaliyetlerin değerlemesinde dikkate alınan karlılık ve indirgeme oranlarının Şirket Değeri üzerindeki etkisini vurgulayarak; beklenen değerlerin oluşmasının, projeksiyonların gerçekleşmesine doğrudan bağlı olduğunun göz önünde bulundurulması gerektiğini düşünüyoruz.

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.