



Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme
Raporu- II**

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

23.01.2024

İÇİNDEKİLER

1.	Değerlendirme Raporunun Amacı.....	3
2.	Fiyat Tespit Raporu Özeti	3
3.	Halka Arz Sonuçları	6
4.	Halka Arz Sonrası Finansal Performans	7
5.	Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri	7
6.	Sonuç	8

1. Değerlendirme Raporunun Amacı

İşbu rapor; Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ile ilgili (“Bülbüloğlu Vinç” veya “Şirket”) 12.01.2023 tarihinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanan ve 23.01.2023 tarihinde Kamu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda belirlenen halka arz fiyatı ile payların borsada işlem görmesinin ardından geçen sürede oluşan pay fiyatıyla arasındaki farkın VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası kapsamında değerlendirilmesi amacı ile hazırlanmıştır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca; payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur. Birinci “Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na İlişkin Değerlendirme Raporu” KAP’da 08.08.2023 tarihinde yayımlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporu Özeti

Değerleme esnasında Bülbüloğlu Vinç’in bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihli bilanço ve gelir tablolarından yararlanılmıştır.

Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetimi tahminleri ve Tera Yatırım’ın bulguları ve tahminlerinden oluşmaktadır.

Bülbüloğlu Vinç sermaye artırımını ve ortak satışı yolu ile halka arz edilmiş paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve firmanın spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve dünyaca kabul görmüş aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Çarpan Analizinde, yurt içi benzer şirketler olarak BIST SINAİ endeksinde faaliyet gösteren, 30.09.2022 tarihi itibarıyla aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olan, seçilmiş sanayi şirketlerinin verileri dikkate alınmıştır.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Özkaynak (Defter) Değeri (PD/DD) çarpan değerleri 27.12.2022 tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; bu şirketlerin öncelikle ortanca çarpan

değerleri tespit edilmiş ve bulunan bu ortanca değerlerin 2 katının üzerinde ve yarısının altında kalanlar değerlendirme dışı bırakılmıştır.

İNA metodunda ise 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Tera Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022 – 2027 yılları için projekte edilmiştir.

2.1. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Bülbüloğlu Vinç	30.09.2022
Net Satışlar (yıllıklandırılmış)	740.208.493
FAVÖK (yıllıklandırılmış)	70.637.660
Ana Ortaklığa Ait Net Kar (yıllıklandırılmış)	55.131.120
Net Borç (Nakit) (30.09.2022 itibarıyla)	(58.745.721)
Ana Ortaklığa ait Özkaynaklar (30.09.2022 itibarıyla)	310.893.250

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Çarpanlar	27.12.2022		
	Ortanca	Ortanca	Ortalama
Yurtiçi Benzer Şirketler		Uç Değerler Hariç	
F/K	14,61	12,18	27,42
FD/FAVÖK	14,82	14,37	19,86
PD/DD	4,63	4,49	6,72

Kaynak: Rasyonet Veri Terminali, 27.12.2022 tarihli veriler

Değerleme (Çarpanlara Göre)	Uç Değerler Hariç Ortanca Değere Göre		
	30.09.2022 Yıllıklandırılmış	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
YURTIÇİ BENZER ŞİRKETLER	1.280.726.205		1.199.092.990
F/K	671.266.093	40%	268.506.437
FD/FAVÖK	1.073.854.169	40%	429.541.667
PD/DD	1.396.643.423	20%	279.328.685
Toplam		100%	
Çarpanlara Göre Şirket Değeri			977.376.789
Pay Başına Fiyat			32,58

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2.2 İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonuçları

TL	TARİHSEL NAKİT AKIŞI				TAHMİNİ NAKİT AKIŞI				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022T	31.12.2023T	31.12.2024T	31.12.2025T	31.12.2026T	31.12.2027T
Net Satışlar	272.067.624	275.598.425	505.203.575	1.090.666.652	1.530.003.309	2.205.362.031	2.728.479.075	3.295.033.819	3.959.710.548
<i>Yıllık Büyüme</i>	<i>24%</i>	<i>1%</i>	<i>83%</i>	<i>116%</i>	<i>40%</i>	<i>44%</i>	<i>24%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>
FAALİYET KARI (FVÖK)	69.825.721	57.826.059	51.303.892	96.508.556	148.729.794	233.228.865	297.952.471	407.647.893	484.321.018
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>25,7%</i>	<i>21,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,2%</i>
<i>Vergi Oranı</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>23,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
Vergi	-588.052	-859.128	-2.073.300	22.196.968	29.745.959	46.645.773	59.590.494	81.529.579	96.864.204
VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı)	70.413.773	58.685.187	53.377.192	74.311.588	118.983.835	186.583.092	238.361.977	326.118.314	387.456.814
Azınlık Hakları	-	-9	298.902	2.211.258	3.863.413	4.996.856	6.828.914	13.586.518	15.246.453
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	-93.500.000	-	-	-	-
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>6,1%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Amortisman	1.117.535	2.945.929	6.520.125	6.576.167	8.505.526	8.505.526	8.505.526	8.505.526	8.098.267
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>0,4%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,3%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,2%</i>
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-26.109.036	18.122.110	54.779.575	-98.876.055	-28.872.964	-44.303.068	-34.330.093	-36.420.016	-43.727.008
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>-9,6%</i>	<i>6,6%</i>	<i>10,8%</i>	<i>-9,1%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>-1,1%</i>	<i>-1,1%</i>
Serbest Nakit Akışı (SNA)	45.422.272	79.753.235	114.377.990	-20.199.559	1.252.983	145.788.694	205.708.496	284.617.306	336.581.620
SNA Bugünkü Değeri					1.034.838	99.443.764	115.886.485	132.424.614	129.337.560

Daimi Büyüme Metodu	TL
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	353.410.701
SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı	478.127.261
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	844.544.212
Enterprise Value	1.322.671.473
+ Nakit	86.657.085
- Toplam Finansal Borç	27.911.364
- Azınlık Hakları	-33.747.257
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	-
Toplam Sermaye Değeri	1.347.669.937
Hisse Sayısı	30.000.000
Teorik Hisse Başına Değer	44,92

2.3. Değerleme Yöntemi Sonucu

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 1.162.523.363 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 30.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 38,75 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 930.018.690 TL, pay başına değer ise 31,00 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 7.600.000 TL olup ortak satışı yoluyla halka edilecek nominal payların toplamı 3.900.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 356.500.000 TL olup, halka açıklık oranı %30,6 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 37.600.000 TL, özsermaye değeri ise 1.165.600.000 TL'ye tekabül etmektedir.

DEĞERLEME SONUCU ÖZETİ (TL)			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA	1.347.669.937	50%	673.834.968
Benzer Şirket Çarpanları	977.376.789	50%	488.688.395
	TOPLAM		1.162.523.363

Bülbüloğlu Vinç San. ve Tic. A.Ş. / Halka Arz Özeti (TL)	
Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye	30.000.000
Sermaye Artırımı Yoluyla Halka Arz Edilecek Nominal Tutar	7.600.000
<i>Sermaye Artırımı</i>	7.600.000
<i>Ortak Satışı</i>	3.900.000
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	11.500.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	37.600.000
Halka Açıklık Oranı	%30,6
Şirket Değeri	1.162.523.363
Halka Arz İskontosu	%20
İskontolu Şirket Değeri	930.018.690
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	31,00
Halka Arz Büyüklüğü	356.500.000

3. Halka Arz Sonuçları

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("BVSAN") paylarının halka arzına ilişkin talep toplama işlemleri, 26.01.2023, 27.01.2023 ve 30.01.2023 tarihlerinde, Tera Yatırım Konsorsiyum Liderliğinde "Sabit Fiyatla Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 30.000.000 TL'den 37.600.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 7.600.000 TL nominal değerli 7.600.000 adet B grubu pay ile ortak satış kapsamında 3.900.000 TL nominal değerli 3.900.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 11.500.000 TL nominal değerli 11.500.000 adet B grubu pay halka arz edilmiştir.

Şirket paylarının halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı **31,00 TL** olarak açıklanmış olup, belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü **356.500.000 TL** olarak gerçekleşmiştir.

Halka arzda; Bireysel Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 220,9 katı, Şirket Çalışanlarına nihai tahsisat tutarının yaklaşık 1,4 katı, Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 43,9 katı ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara nihai tahsisat tutarının yaklaşık 11,9 katı filtelenmemiş talep gelmiştir.

Halka arza toplamda 403.573 yatırımcı katılmış olup 373.600 yatırımcıya dağıtım gerçekleşmiştir. Şirket paylarının halka arzında yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Pay Adedi	Oran	Başvuru Sayısı	Talep Edilen Nominal Tutar (TL)	Oran	Talebi Karşılanan Başvuru Sayısı	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Toplam Dağıtılan Nominal Tutar Oranı
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	6.095.000	53,0%	403.320	1.346.732.564	89,73%	373.396	6.095.000	53,0%
Şirket Çalışanları	230.000	2,0%	105	330.554	0,02%	105	230.000	2,0%
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	2.875.000	25,0%	134	126.430.188	8,43%	88	2.875.000	25,0%
Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	2.300.000	20,0%	14	27.367.644	1,82%	11	2.300.000	20,0%
TOPLAM	11.500.000	100,0%	403.573	1.500.860.950	100,00%	373.600	11.500.000	100,0%

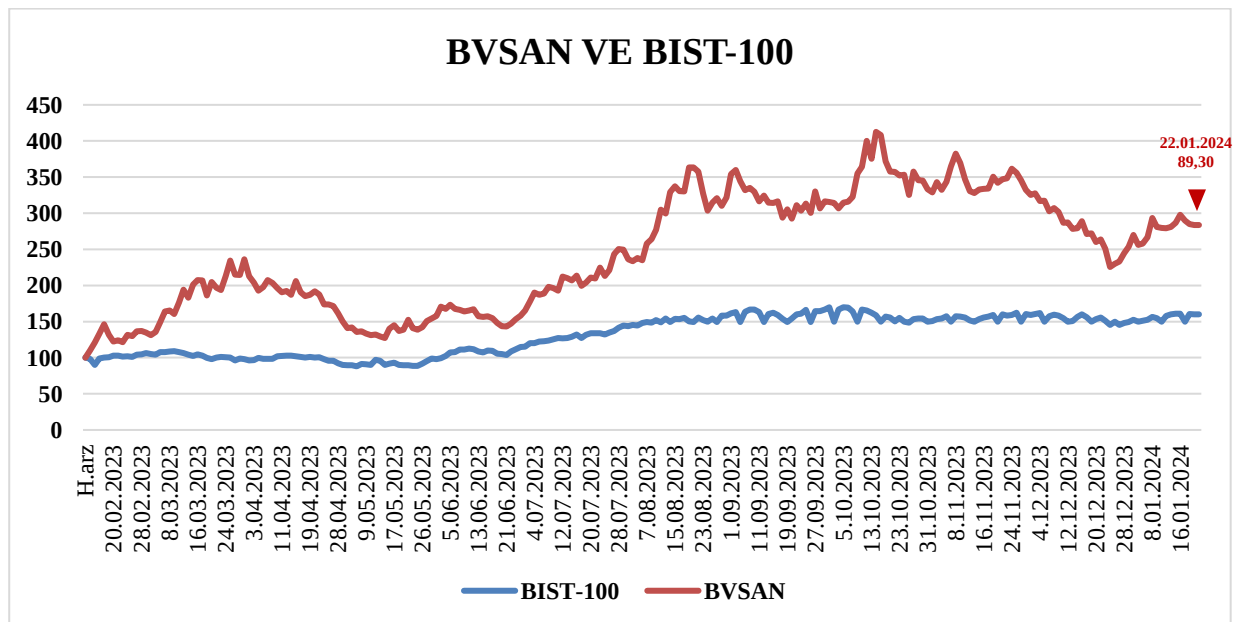
4. Halka Arz Sonrası Finansal Performans

Şirket, paylarının 06.02.2023 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından işbu rapor tarihi itibarıyla en son 2023 3. çeyrek finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan Bağımsız Denetim Raporlarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Finansal Kalemler (TL)	01.01.-31.12.2022	01.01.-31.03.2023	01.01.-30.06.2023	01.01.-30.09.2023
Net Satışlar	1.079.599.157	209.717.284	431.951.889	998.217.521
Brüt Kâr/(Zarar)	168.723.638	38.915.200	69.305.781	174.473.676
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	70.016.992	7.962.494	4.264.626	7.230.347
Dönem Net Kârı/(Zararı)	67.067.360	21.210.693	44.056.149	99.184.190
Özkaynak (Ana Ortaklığa Ait)	332.321.885	607.335.932	593.645.725	643.146.040
Net Borç / (Net Nakit)	-87.844.402	-248.185.068	-228.465.038	-157.474.390

5. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

Bülbüloğlu Vinç payları, 06.02.2023 tarihinde BVSAN kodu ile pay başına 31,00 TL fiyatla işlem görmeye başlamıştır. Payları 31,00 TL'den halka arz edilmiş olan Şirket'in 22.01.2024 tarihi itibarıyla pay başı kapanış fiyatı 89,30 TL'dir. Bülbüloğlu Vinç payları halka arz fiyatına kıyasla %188,06 oranında değer kazanmıştır. Payları işlem gördüğü tarihten bu yana BIST 100 Endeksi ise %60,28 oranında değer kazanmıştır.



6. Sonuç

Bülbüloğlu Vinç payları Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten bugüne %188,06 oranına getiri sağlamıştır. Özetle Bülbüloğlu Vinç Payları, halka arz olduğu tarihten bugüne BIST 100 endeksinin üzerinde bir performans sergilemiştir.

Karşılaştırma	Halka Arz	22.01.2024 (11.ay)
Bülbüloğlu Vinç	31,00	89,30
Bülbüloğlu Vinç (Getiri)	-	188,06%
BIST 100 (Kapanış)	4.998	8.010
BIST 100 (Getiri)	-	60,28%
Rölatif Getiri	-	79,73%