



**BİEN YAPI ÜRÜNLERİ SANAYİ TURİZM VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU**

27 Haziran 2023

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve KAP' ta yayımlaması zorunludur.

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu 'nun VII - 128. 1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği ve gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

Şirketin 11-12 Mayıs 2023 tarihlerinde gerçekleşen halka arzına aracılık eden Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 08.05.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan 16.03.2023 tarihli fiyat tespit raporunda şirketin değeri; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminin ağırlığı (%60) ve Piyasa Çarpanları Analizi yönteminin ağırlığı (%40) olarak belirlenmiştir.

- Maliyet Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi
 - Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
 - Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (“İNA”)

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca, maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, işletmelerin ve işletmelerdeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır.

Şirket'in ürünlerin Ar-Ge sonucu ve özel bilgi gerektiren süreçler sonucu ortaya çıkan nitelikte olması ve üretim faaliyetlerindeki yüksek verimlilik ile uzun yıllara dayanan geniş müşteri tabanına sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Bien Yapı ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki verilerin birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Piyasa çarpanları analizinde, uluslararası kabul görmüş, sanayi şirketlerinin değerlemelerinde sıkça tercih edilen ve nakit yaratma ile karlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır. Bunun temel sebebi, özellikle faizlerin mevcut seviyeleri nedeniyle FD/FAVÖK'ün tek başına eksik bir gösterge olabileceğini düşünmemizdir. Bir firma operasyonel olarak FAVÖK'ünü yükseltirken işletme sermayesi ihtiyacı da artıyor olsa bile FAVÖK'ü yüksek olduğu için FD/FAVÖK analizine göre değeri yüksek çıkacaktır. Ama bu firma artan işletme sermayesi finansman ihtiyacı nedeniyle düşük net kâr elde edebilir veya finansman zorluğuna düşebilir. FD/FAVÖK çarpanının bu eksikliği F/K çarpanı ile birlikte kullanılıncaya ortadan kalkacaktır. F/K çarpanı da tek başına kullanılırsa tam bir gösterge olmayacaktır, çünkü kârın bir kısmı finansman veya tek seferlik kalemlerden geliyor olabilir. Bu nedenle, her iki çarpan da analize birlikte dâhil edilmiştir. Bununla birlikte, TÜFE'nin mevcut makroekonomik koşullarda yüksek seviyeleri de uzun vadeli tahminlerin oynaklığını artırıcı bir faktör olmaktadır. Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanlarına ek olarak, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin Firma Değeri/Satışlar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları kadar güvenilir bulunmamıştır.

Firma Değeri/Satışlar çarpanı Şirket'in gider yapısını, faaliyet karlılığını ve nakit yaratma kabiliyetini doğru olarak yansıtmaması sebebiyle, Piyasa Çarpanları Analizinde dikkate alınmamıştır.

PD/DD çarpanı öncelikli olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi finansal kuruluşların değerlemesi için daha uygun olduğu için Bien Yapı gibi karo (duvar karoları, yer karoları, porselen ve sırlı porselenler ve teknik granitler) ve sağlık gereçleri (lavabolar, klozetler, bide, pisuar ve taşlar ve tamamlayıcı ürünler) üreten bir şirket için önemli olan faaliyet karlılığını dikkate almadığı için uygun değerlendirme yöntemi olarak kabul edilmemiştir.

Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç veya net nakit pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve şirketlerin en güncel tarihli finansal tablolarındaki FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri / FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

Net Finansal Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr ("FAVÖK")

FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK

Fiyat / Kazanç hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş ve şirketlerin en güncel tarihli finansal tablolarındaki ana ortaklık net dönem kârı verileri kullanılarak Fiyat / Kazanç çarpanları elde edilmiştir.

Fiyat = Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi

Kazanç = Ana ortaklık net dönem kârı

Fiyat / Kazanç = Piyasa Değeri / Ana ortaklık net dönem kârı

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer oluşmaktadır. Söz konusu nakit akımları, Projeksiyon Dönemi ve Uç Değer olarak iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

Bien Yapı İNA Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucu söz konusu olabilir.

Tablo: Bien Yapı İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu

Milyon TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	8.301	15.000	21.086	30.116	35.331	41.365	48.338	54.153	60.669	67.968
Satışların Maliyeti	6.177	10.669	14.848	20.867	24.308	28.284	32.870	36.720	41.062	45.922
Brüt Kâr	2.124	4.332	6.238	9.249	11.024	13.081	15.468	17.434	19.607	22.046
Faaliyet Giderleri	590	1.165	1.423	2.099	2.477	2.914	3.421	3.831	4.294	4.812
Faaliyet Kârı	1.534	3.167	4.815	7.149	8.547	10.167	12.048	13.603	15.313	17.234
Amortisman Düz.	96	326	591	895	921	951	981	993	1.040	1.087
FAVÖK	1.630	3.493	5.406	8.044	9.468	11.118	13.028	14.596	16.353	18.321
(-) Vergi	-	-	-	1.287	1.538	2.033	2.410	2.721	3.063	3.447
(-) Yatırım Harcamaları	2.301	2.670	3.034	250	288	331	382	441	510	591
(-) Net İşl. Ser. Değ.	1.656	3.115	2.842	4.183	2.420	2.800	3.235	2.697	3.025	3.388
Serbest Nakit Akımları	-2.327	-2.292	-470	2.324	5.222	5.954	7.002	8.737	9.755	10.895
AOSM	20,69%	20,69%	20,69%	18,72%	18,72%	18,72%	18,72%	18,72%	18,72%	18,72%
İndirgeme Oranı	1,2069	1,4566	1,7580	2,0871	2,4778	2,9417	3,4924	4,1462	4,9224	5,8440
İndirgenmiş Nakit Akımları	-1.928	-1.574	-268	1.113	2.107	2.024	2.005	2.107	1.982	1.864

Bien Yapı Değerleme Sonucu

Tablo: Bien Yapı Özsermaye Değeri

(TL)	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Bien Yapı'nın Özsermaye Değeri	A	10.677.506.957	22.291.217.981
Yöntemin Ağırlığı	B	40%	60%
Bien Yapı'nın Ortalama Özsermaye Değeri	$C = \Sigma (A \times B)$	17.645.733.572	

Değerleme çalışması kapsamında, indirgenmiş nakit akımları analizi ve piyasa çarpanları analizi incelenmiştir.

Tablo: Bien Yapı'nın 1 Adet Payı Başına Düşen Değer

(TL)	Hesaplama Formülü	Değer
Bien Yapı Özsermaye Değeri	A	17.645.733.572
Bien Yapı'nın Çıkarılmış Sermayesi	B	288.673.881
1 Adet Bien Yapı Payı Başına Düşen Değer (TL)	$C = A \div B$	61,13

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde şirketin gelecek yıllara ilişkin gelir ve giderlerine ait tahminler yapılmış ve bu tahminlere göre gelecek dönemde yaratacağı nakit akışları bugünkü değerine indirgenmiştir. Şirketin 19.06.2023 tarihinde açıklamış olduğu 31.03.2023 tarihli finansalları ile Ak Yatırım'ın 08.05.2023 tarihinde yayımladığı 16.03.2023 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleştirmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır. Şirketin 2023 yılı 1. çeyrek finansalları ve yılsonu beklentilerine göre gerçekleşme oranları aşağıda gösterilmiştir.

Milyon TL	31.03.2022	31.03.2023	Değişim	31.12.2023 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	886,4	1.384,5	56,2%	8.301,0	16,7%
Satışların Maliyeti	563,5	1.088,9	93,2%	6.177,0	17,6%
Brüt Kar	322,9	295,6	-8,4%	2.124,0	13,9%
Brüt Kar Marjı	36,4%	21,3%		25,6%	
Faaliyet Giderleri	43,0	114,2	165,4%	590,0	19,4%
Esas Faaliyet Karı	279,8	181,4	-35,2%	1.534,0	11,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	31,6%	13,1%		18,5%	
FAVÖK	302,6	208,9	-31,0%	1.630,0	12,8%
FAVÖK Marjı	34,1%	15,1%		19,6%	

Şirketin 2022 yılının ilk çeyreğinde 886,4 milyon TL olan hasılatı 2023 yılının ilk çeyreğinde %56,2 artışla 1.384,5 milyon TL'ye yükselirken, satışların maliyetindeki %93,2'lik artış doğrultusunda brüt karı 2022 yılının ilk çeyreğine göre %8,4 azalışla 295,6 milyon TL'ye gerilemiştir. Buna göre; 2023 yılı için tahmin edilen hasılatın %16,7, brüt karın %13,9'si yılın ilk çeyreğinde gerçekleşmiştir.

2022 yılının ilk çeyreğinde %36,4 olan brüt kar marjı, 2023 yılının ilk çeyreğinde %21,3'e gerilemiştir.

2022 yılının ilk çeyreğinde 43,0 milyon TL olan faaliyet giderleri 2023 yılının ilk çeyreğinde artan satışlara ve lojistik maliyetlerindeki artışa bağlı olarak 114,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılının ilk çeyreğinde faaliyet giderlerinin net satışlara oranı %4,9 iken, operasyon maliyetlerinin artması nedeniyle, 2023 yılı ilk çeyreğinde %8,2'ye yükselmiştir.

Şirketin esas faaliyet karı (esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç) 2022 yılının ilk çeyreğinde 279,8 milyon TL iken, 2023 yılının ilk çeyreğinde %35,2 azalışla 181,4 milyon TL'ye gerilemiş olup, 2022 yılının ilk çeyreğinde %31,6 olan esas faaliyet kar marjı, 2023 yılının ilk çeyreğinde %13,1'e gerilemiştir. Buna göre; 2023 yılı için tahmin edilen esas faaliyet karının %11,8'i 2023 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşmiştir.

Şirketin 2022 yılının ilk çeyreğinde FAVÖK'ü (esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç) 302,6 milyon TL iken, 2023 yılının ilk çeyreğinde %31 azalışla 208,9 milyon TL'ye gerilemiştir. FAVÖK marjı ise 2022 yılının ilk çeyreğindeki %34,1 seviyesinden 2023 yılının ilk çeyreğinde %15,1'e gerilemiştir. Buna göre; 2023 yılı için tahmin edilen 1,630 milyon TL'lik FAVÖK'ün %12,8'i 2023 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşmiştir.

Şirketin 2022 yılının ilk çeyreğinde 278,1 milyon TL olan net dönem karı, 2023 yılının ilk çeyreğinde, 2022 yılının ilk çeyreğine göre %56,7 azalışla 120,4 milyon TL'ye gerilemiştir.

Tabloda da görüleceği üzere şirket hasılatını arttırmayı başarmakla birlikte, 2022 yılı ilk çeyrek dönemine göre, enerji maliyetlerindeki hızlı artış, satışların maliyetinin daha çok artmasına neden olmuş, karlılık marjları negatif etkilenmiştir. 2023 yılı ilk çeyreğinde, yurt dışı satışlarının, toplam satışlarının içerisindeki payı 2022 yılı ilk çeyrek dönemine göre %23,1'den, %18,9'a gerilemiştir. 2023 Şubat ayında ülkemizde yaşanan deprem felaketi nedeniyle, deprem bölgesinde yer alan bayilerimizin satışları azalmış, Şirketin net satış hasılatındaki artış beklentisini gerçekleştirmede etken olmuştur.

Nisan ayından itibaren, üretim maliyetlerimizde önemli payı olan enerji maliyetlerindeki yaşanan düşüş nedeniyle, önümüzdeki dönem finansal tablolarımızda karlılık marjlarımızın olumlu etkilenmesini bekliyoruz. Şirketin üretim ve satış faaliyetleri hızlı bir şekilde ilerlemektedir. 2023 yıl sonu tahminlerini gerçekleştirmeyi hedeflemekteyiz.

Saygılarımızla,

Nurullah Ercan

Yönetim Kurulu Başkanı

Cengiz Erdinç

Yönetim Kurulu Üyesi ve Mali İşler Direktörü