



Bülbüloğlu Vinç San. ve Tic A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Analizi

26 OCAK 2023

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Bülbüloğlu Vinç San. ve Tic. A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 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 Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	31,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	37.600.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	11.500.000 TL
Sermaye Artırımı	7.600.000 TL
Ortak Satışı	3.900.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	356.500.000 TL
Halka Açıklık oranı	30,59%
Ek satış	-
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	-
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	-
Talep Toplama Tarihleri	26.01.2023-30.01.2023

Şirket'in Faaliyetleri

Şirket'in ana faaliyet konusu çelik konstrüksiyon ve çelik konstrüksiyona dayalı gezer, köprülül ve her nevi vinç imalatı, her türlü kaldırma ve taşıma makinalarına ve portal vinçlerinin imalatı, ithalatı, ihracatı, alımı, satımı kiralanması, bakımı ve onarımıdır.

Şirket'in Ankara Sincan Organize Sanayi bölgesinde 38.936 m² üzerine kurulmuş kendi mülkü olan fabrikada faaliyet göstermektedir. Faaliyet konusu işleri, çift giriş köprülül vinçler, portal vinçler, roses 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 Ankara, İstanbul ve İzmir Bölge Müdürlükleri, Çukurova Servis Bölge Müdürlüğü, Almanya Satış ve Servis Müdürlüğü, yurt içi ve yurt dışında bayileri mevcuttur. Şirket aynı zamanda AR-GE merkezi olup, her türlü vinç imalatının yanı sıra, montaj, test ve devreye alma hizmetlerini entegre bir hizmet halinde anahtar teslim olarak sunmaktadır. Şirket, 90 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir.

Şirket'in ve Şirket'in bağlı ortaklıklarının faaliyetleri aşağıda ana başlıklar altında kategorize edilebilir.

- Mühendislik ve projelendirme hizmetleri
- Anahtar teslim her türlü vinç imalatı
- Her türlü çelik konstrüksiyon imalatı
- Satış ve pazarlama aktiviteleri
- Üretim faaliyetleri
- Saha, tip ve özel test hizmetleri
- Satış sonrası hizmetler

Şirket'in bağlı ortaklıklarının faaliyet konusu;

- Konaklama ve organizasyon hizmetleri
- Her türlü çelik konstrüksiyon imalatı

BVS Bülbüloğlu Vinç A.Ş. bir sanayi kuruluşu olup, vinç imalatı sektörüne yönelik birçok alanda gerekli olan mühendislik, tasarım ve imalat çalışmalarını yürütmektedir. Aynı zamanda bünyesinde bulunan nitelikli, eğitilmiş, tecrübeli proje ekibi ile teknik çalışmaya önem vermekte, yeniliklere, gelişime açık bir yol izlemektedir. Teknolojinin yeni imkanlarını sürekli olarak üretim grubuna yansıtmakta olan Şirket, bilgisayar destekli tasarım yapmakta, bir kısım imalatlarında da bilgisayar teknolojilerinden yararlanmaktadır. Tasarım konusunda herhangi bir firma ile lisans veya know-how anlaşması olmayıp tüm tasarımlar Şirket'e aittir. 16 (onaltı) tecrübeli proje ekibi ile her türlü vinç tasarımlarını hem Grup firmalarına hem de yurtiçi ve yurtdışındaki devlet ve özel sektör müşterilerine hizmet vererek çözüm sunmaktadır.

Bülbüloğlu Vinç Sanayi A.Ş. anahtar teslimi şeklinde her türden imalat işlerini üstlenmek ve yapmaktadır. İmalat portföyü ana gruplar itibarıyla aşağıdaki şekilde sınıflandırılmıştır.

- Çift Kiriş Gezer Köprülü Vinçler
- Proses Vinçler
- Portal Vinçler
- Pergel Vinçler
- Kaldırma Grupları
- Vinç Ekipmanları
- Özel İmalatlar
- Gemi Yükleme Vinci (Shiploader)
- Transfer Arabası
- Izgara Temizleme Makinası
- Sabit Çektirme Vinçleri
- Döner/Yatay Köprü Taşıma Sistemleri
- Çelik Konstrüksiyon

Ortaklık Yapısı

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Önder Bülbüloğlu	A	9.000.000	30,00%	9.000.000	23,94%
	B	900.000	3,00%	-	
Bülbüloğlu Holding A.Ş.	B	20.100.000	67,00%	17.100.000	45,48%
Halka Açık Kısım	B			11.500.000	30,59%
TOPLAM		30.000.000	100%	37.600.000	100%

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylarının halka arz edilmesi sonucunda halka arz masrafları çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri aşağıda gösterilmektedir.

Kullanım Alanı	Kullanım Yüzdesi
Ankara- Başkent OSB 'de yer alan fabrika binasının inşaat maliyetlerinin karşılanmasında	40%
Makine ve teçhizat alımlarında	30%
İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında	30%

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti- TL	Şirket Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.347.669.937	50%	673.834.968
Benzer Şirket Çarpanları	977.376.789	50%	488.688.395
İskonto Öncesi Piyasa Değeri (TL)			1.162.523.363
Halka Arz İskontosu (%)			20,00%
Halka Arz Piyasa Değeri			930.018.690
Pay Başına Değer (TL)			31,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değer Çarpanları (Yurt İçi Benzer Şirketler)	Ortanca	Ortanca Uç Değerler Hariç	Ortalama
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: Fiyat Tespit Raporu

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

BİLANÇO (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
DÖNEN VARLIKLAR	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
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>681.523</i>	<i>1.425.687</i>	<i>3.488.083</i>	<i>6.417.893</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>57.898.947</i>	<i>78.908.206</i>	<i>191.923.095</i>	<i>222.409.817</i>
Diğer Alacaklar	43.629.773	3.878.291	6.675.638	23.763.877
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>39.885.758</i>	<i>1.144.540</i>	<i>5.835.818</i>	<i>7.319.786</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>3.744.015</i>	<i>2.733.751</i>	<i>839.820</i>	<i>16.444.091</i>
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 Hiz. Sat. Doğan Sözl. Varlıkları	-	-	-	5.391.246
Diğer Dönen Varlıklar	6.659.659	2.000.172	727.108	57.540.660
DURAN VARLIKLAR	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
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	155.116.625	210.689.926	414.920.843	818.087.294
KV Finansal Borç	37.442.899	56.404.843	77.104.365	20.987.893
Banka Kredileri	37.442.899	56.404.843	76.767.719	20.646.697
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	336.646	341.196
Uzun Vadeli Borçlanmaların 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 KV Borçlar	18.386.371	418.369	4.640.975	20.234.054
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>13.418.088</i>	<i>341.814</i>	<i>47.236</i>	<i>3.565</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>4.968.283</i>	<i>76.555</i>	<i>4.593.739</i>	<i>20.230.489</i>
Çalışanlara Sağlanan Fay. Kap. 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 Sözleşmelerinden Borçlar	3.536.948	952.850	-	-

UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	37.193.558	89.425.608	114.233.409	201.544.221
UV Finansal Borç	29.501.095	15.061.082	4.257.803	869.594
Banka Kredileri	29.501.095	15.061.082	3.126.343	-
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	1.131.460	869.594
Ticari Borçlar	-	8.659.867	-	-
Diğer Borçlar	-	48.350.584	25.796.993	26.832.907
İlişkili Taraflara 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
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin 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
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	32.782.847	37.952.558	62.289.342	310.893.250
Ödenmiş Sermaye	12.310.000	12.310.000	30.000.000	30.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	13.931.696	-32.419.524	-32.419.524	-32.419.524
Kâr veya Zararda Yen. Sın. Bir. Diğ. Kap. Gel. Gid.	-84.139	45.819.455	39.095.557	245.544.867
Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-	45.016.164	44.302.219	249.812.664
Tanımlanmış Fayda Planları Yen. Öl. Kaz./Kay.	-84.139	803.291	-5.206.662	-4.267.797
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.768.786	1.768.786	3.123.770	3.123.770
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	18.694	3.825.908	-6.571.143	22.489.539
Net Dönem Karı/Zararı (-)	4.837.810	6.647.933	29.060.682	42.154.598
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	464.112	9.181.092	8.660.245	33.747.257
TOPLAM KAYNAKLAR	225.557.142	347.249.184	600.103.839	1.364.272.022

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FINANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
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	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
Faaliyet Karı	11.588.939	21.381.783	51.303.891	34.334.956	47.302.951
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10.331.925	17.519.955	73.448.059	16.112.063	71.130.723
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-12.259.930	-28.620.657	-102.992.415	-24.304.548	-80.114.232
Esas Faaliyet Kârı	9.660.934	10.281.081	21.759.535	26.142.471	38.319.442
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	231.195	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-1.681.054	-	-
Finansman Gid. Öncesi Faal. Kârı	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 Kar	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
<i>Dönemin Vergi Gideri</i>	<i>-775.469</i>	<i>-1.372.703</i>	<i>-651.401</i>	<i>-640.869</i>	<i>-2.692.517</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri</i>	<i>588.052</i>	<i>5.430.152</i>	<i>2.724.701</i>	<i>1.233.040</i>	<i>1.955.845</i>
Dönem Net Karı	5.301.922	6.647.933	28.761.780	15.835.737	43.165.793

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK, F /K ve Piyasa Değeri/ Defter Değeri çarpanları kullanılmış olup, yurt dışında aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin piyasa değerlerinin 1 milyar dolar ve üzerinde olması sebebiyle değerlendirme çalışmasında yurt dışı benzer şirketler analizi kullanılmamıştır.
- Değerleme Çalışmasında yurt içi benzer şirket çarpanları analizinde Şirket'in yurt içinde halka açık benzer şirket bulunmadığından BIST Sınai Endeksi (XUSIN) içerisinde yer alan sanayi şirketlerinin değerleri kullanılmış olup, F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına %40, PD/DD çarpanına %20 ağırlık verilmiştir.
- BIST Sınai Endeksinde yer alan şirketlerden 30.09.2022 itibarıyla aktif büyüklüğü 500.000.000 TL ile 1.600.000.000 TL arasında olan şirketler benzer şirket olarak değerlendirilmiş olup, ortanca değerlerin 2 katının üzerinde ve yarısının altında kalanlar değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Piyasa Çarpanları Değerlemesi			
Değerleme(Çarpanlara Göre)	30.09.2022 Yıllıklandırılmış	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler	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

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 (30.09.2022)	-58.745.721
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (30.09.2022)	310.893.250

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2023-2027 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA analizinde Şirket Firma Değeri 1.322.671.473 TL olup, 58.745.721 TL net nakit eklenip, 33.747.247 azınlık hakları düşüldükten sonra hesaplanan Şirket piyasa değeri 1.347.669.937 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemiyle hesaplanan birim pay değeri 44,92 TL'dir.

AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	17,8%
Risk Primi (5 yıldan 30 yıla)	1%
Hisse Risk Primi	6%
Beta	1%
Sermaye Maliyeti	24,8%
Borç Maliyeti	22,8%
Özsermaye Oranı	43,2%
Borç Oranı	56,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21,1%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	TL
Firma Değeri	1.322.671.473
Nakit	86.657.085
Toplam Finansal Borç	27.911.364
Azınlık Hakları	33.747.257
Toplam Sermaye Değeri	1.347.669.937
Ödenmiş Sermaye	30.000.000
Hisse Fiyatı	36,33

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. için yapılan değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine %50 ağırlık verilmiş olup, ağırlıklandırılmış halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 1.162.523.363 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi 30.000.000 TL olup, halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 38,75 TL'dir. Şirket'in %20 halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanmış halka arz iskontolu piyasa değeri 930.018.690 TL, birim pay değeri 31,00 TL'dir.

Değerleme Özeti- TL	Şirket Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.347.669.937	50%	673.834.968
Benzer Şirket Çarpanları	977.376.789	50%	488.688.395
İskonto Öncesi Piyasa Değeri (TL)			1.162.523.363
Halka Arz İskontosu (%)			20,00%
Halka Arz Piyasa Değeri			930.018.690
Pay Başına Değer (TL)			31,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

GÖRÜŞ

- Bülbüloğlu Vinç Sanayi ve Ticaret A.Ş. için Tera Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerleme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerleme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde yurt içi benzer şirketlerin çarpanları kullanılmış olup, değerlemede muhafazakâr tarafta kalınarak yurt dışı benzer şirketlerin piyasa değerlerinin yüksek olması sebebiyle kullanılmamasını makul buluyoruz. İNA ve Piyasa Çarpanları Analizine değerleme sonucunda eşit ağırlık verilmiş olup, kullanılan değerleme yöntemleri net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Piyasa Çarpanları Yönteminde benzer şirketlerin PD/DD, F/K ve FD/FAVÖK rasyoları kullanılmış olup, FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %40'ar, PD/DD çarpanına %20 ağırlık verilmiştir. PD/ DD çarpanıyla bulunan Şirket piyasa değeri 1.396.643.423 TL olup, Şirket'in bir holding şirketi olmaması sebebiyle değerleme çalışmasında PD/DD çarpanının kullanılmaması, Şirket'in operasyonel performansını baz alan çarpanlara ağırlık verilmesi gerektiği görüşündeyiz.

- Değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına Şirket değerine yaklaşan değerlerin esas alınmasını, benzer şirket seçiminde aktif büyüklüğü baz alınarak filtrelendirme yapılmasını makul buluyoruz. İlaveten benzer şirket analizinde ortalama değer yerine muhafazakâr tarafta kalınarak uç değerler hariç medyan değer kullanılması makul buluyoruz.
- İNA analiziyle bulunan Şirket özsermaye değeri 1.347.669.937 TL olup, Şirket'in 2023 – 2027 projeksiyon döneminde varsayılmış olan satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşılabilceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- AOSM hesaplamasında risksiz getiri oranı olarak 5 yıllık TR tahvil faizi getirisi olarak 2022 yılı faiz oranındaki oynaklık göz önünde bulundurularak %17,8 olarak varsayılmış olup, %21,1 olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini makul buluyoruz.
- Şirket için Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından Piyasa Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 1.162.523.363 TL, iskonto öncesi pay başı değer 38,75 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 31,00 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.