

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

13 Şubat 2025



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	5
3 Finansal Durum	5
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	6
4.1 Maliyet Yaklaşımı - Net Aktif Değer	7
4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	7
4.3 Sonuç	8
5 Görüş	9
5.1 Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer)	9
5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	9
5.3 Sonuç.....	9

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Bulls Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ("Bulls GSYO" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Halka Arz Oranı	27,05%
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %55 Bulls Grubu Çalışanları: %5 Yurt İçi Kurumsal: %40
Fiyat İstikrarı	30 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	883 milyon TL
Talep Toplama	14-17 Şubat 2025
Halka Arz Fiyatı	12,18 TL
Bağımsız Denetçi	Mitra Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Şirket'in mevcut 200.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 200.000.000 TL olan sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 200.000.000 TL'den 268.000.000 TL'ye çıkarılması suretiyle ihraç edilecek toplam 68.000.000 TL nominal değerli 68.000.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından Bulls Yatırım Holding A.Ş.'ne ait 4.500.000 TL nominal değerli 4.500.000 adet (B) Grubu pay olmak üzere toplamda 72.500.000 TL nominal değerli 72.500.000 adet (B) Grubu payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 72.500.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (268.000.000 TL) oranı %27,05 olacaktır.

Ortaklar	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	%	Tutar (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		-	-	72.500.000	27,05
TOPLAM		200.000.000	100,00	268.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Yeni Girişim Sermayesi İmkanlarının Finansmanı	90%
Savunma Sanayi Sektörü Şirketlerine Yatırım	40%
Diğer Sektörlerde Faaliyet Gösteren Şirketlere Yatırım	50%
İşletme Sermayesi	10%

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. girişim sermayesi yatırım ortaklığı olmasının da bir gereği olarak, Esas Sözleşmesi'nde yer alan amaç ve faaliyet konusuna uygun şekilde, kar yaratma yeteneğine veya potansiyeline sahip sermaye şirketlerinin sermayelerine yatırım yapmaktadır. Şirket Esas Sözleşmesi'ne göre Şirket'in amacı; girişim şirketi ve girişim sermayesi yatırımları yapmak, GSYO Tebliği'nde belirlenen esaslar çerçevesinde Borsa'da işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak, SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletme faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Şirket çatı şirket vasfıyla şu şirketlerde pay sahibidir: Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri Anonim Şirketi, Sporttz Spor Yatırımları Anonim Şirketi, Oncosem Onkolojik Sistemler Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, REPG Real Power Industry Gerçek Güç Enerji Üretim Sistemleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, İstanbul Portföy Yönetimi A.Ş. OneLife Ventures GSYF, GAMI Teknoloji Anonim Şirketi, Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları Anonim Şirketi, Lydia Yeşil Enerji Kaynakları Anonim Şirketi, Re-Pie Simit Sarayı GSYF, Re-Pie Yönetimi A.Ş. Perakende GSYF, Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Secondary GSYF, Finar İletişim Teknolojileri Anonim Şirketi, Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. Arf GSYF, Tera Portföy Ludus Ventures GSYF, Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Tars Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, Pardus Portföy Dördüncü GSYF ve Pardus Portföy Pardus Teknoloji GSYF.

3 Finansal Durum

Bilanço (TL)	30.09.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Dönen Varlıklar	62.780.713	44.981.953	99.979.999	40.261.762
Nakit ve Nakit Benzerleri	60.548.136	44.069.339	83.648.528	23.547.364
Finansal Yatırımlar	-	61.916	16.003.826	15.541.836
Ticari Alacaklar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	617.924	82.331	194.388	-
Peşin Ödenmiş Giderler	93.022	45.150	10.098	853.235
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.521.631	723.217	123.159	319.327
Duran Varlıklar	3.208.535.208	2.163.525.851	166.177.352	155.409.614
Finansal Yatırımlar	3.188.237.397	2.149.273.127	159.518.194	146.054.996
Diğer Alacaklar	8.950	46.129	1.674	2.751
Maddi Duran Varlıklar	5.217.074	1.312.229	789.639	525.612
Kullanım Hakları	14.966.561	12.866.226	5.837.454	8.802.172
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	105.226	27.489	27.286	15.048
Peşin Ödenmiş Giderler	-	651	3.105	9.035
TOPLAM VARLIKLAR	3.271.315.921	2.208.507.804	266.157.351	195.671.376
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.831.407	5.680.652	1.985.933	3.670.507
Kısa Vadeli Borçlanmalar	45.264	71.386	33.919	-
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	6.083.690	4.856.355	1.743.103	3.195.961
Ticari Borçlar	350.286	389.081	49.021	36.836
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	307.167	337.469	149.418	121.481
Diğer Borçlar	-	-	-	313.542



Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45.000	26.361	10.472	2.687
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.047.239	6.838.770	3.747.489	6.785.852
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	13.856.976	6.542.906	3.633.242	6.755.738
Uzun Vadeli Karşılıklar	190.263	295.864	114.247	30.114
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	20.878.646	12.519.422	5.733.422	10.456.359
Özkaynaklar	3.250.437.275	2.195.988.382	260.423.929	185.215.017
Ödenmiş Sermaye	200.000.000	40.000.000	30.000.000	30.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	195.977.486	116.961.467	105.971.037	105.971.037
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkısı	-	239.015.989	77.497.494	-
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	56.507.033	56.507.033	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	220.147	-45.222	31.763	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	573.286	573.286	573.286	-
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	1.742.975.829	46.350.349	48.670.698	-
Net Dönem Karı/Zararı	1.054.183.494	1.696.625.480	-2.320.349	49.243.980
TOPLAM KAYNAKLAR	3.271.315.921	2.208.507.804	266.157.351	195.671.376

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu (TL)	30.09.2024	30.09.2023	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	2.299.476.378	432.902.793	602.677.756	349.965.740	82.943.388
Satışların Maliyeti (-)	(284.830.030)	(209.227.496)	(342.794.577)	(317.192.749)	(71.742.955)
Brüt Kar / (Zarar)	2.014.646.348	223.675.297	259.883.179	32.772.991	11.200.433
Genel Yönetim Giderleri (-)	(26.403.005)	(14.170.066)	(18.061.388)	(11.608.924)	(4.447.825)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	453.549.331	1.879.446.847	1.513.333.810	44.502.900	64.888.966
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(578.388.968)	(2.246.365)	(25.649.955)	(45.150.499)	(1.424.722)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	1.863.403.706	2.086.705.713	1.729.505.646	20.516.468	70.216.852
Finansman Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	1.863.403.706	2.086.705.713	1.729.505.646	20.516.468	70.216.852
Finansman Gelirleri	-	-	-	-	-
Finansman Giderleri (-)	(4.233.617)	(2.058.128)	(1.283.839)	(1.377.482)	(1.293.400)
Net Parasal Pozisyon Kayıp Kazançları	(804.986.595)	(96.128.093)	(31.596.327)	(21.459.336)	(19.679.472)
Vergi Öncesi Kar	1.054.183.494	1.988.519.492	1.696.625.480	(2.320.350)	49.243.980
Dönem Net Karı/ (Zararı)	1.054.183.494	1.988.519.492	1.696.625.480	(2.320.350)	49.243.980

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, Fiyat Tespit Raporu'nun 7.3.1 ve 7.3.3 numaralı bölümlerde sunulan gerekçelere dayalı olarak Net Aktif Değer ve Piyasa Çarpanları Yaklaşımı kullanılmıştır. Fiyat tespit raporunun 7.3.2 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü İndirgenmiş Nakit Akışları Yaklaşımı değerleme çalışmasında kullanılmamıştır.



4.1 Maliyet Yaklaşımı - Net Aktif Değer

Bulls GSYO, bir Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olduğundan Maliyet (Net Aktif Değer) Yaklaşımının Fiyat Tespit Raporu'nda gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasına dahil edilmesi uygun görülmüştür. Net aktif değer hesaplaması sırasında, Şirket'in finansal yatırımları kapsamında hazırlanan Şirket değerlendirme raporları ve Özel Bağımsız Denetim Raporu'nda belirtilen 30.09.2024 tarihli hesap dönemine ait finansal tablolar dikkate alınmıştır. 24 Mayıs 2024 tarihinde Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan aynı tarihli değerlendirme raporunda, Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş., Sporttz Spor Yatırımları A.Ş., Gami Teknoloji A.Ş., REPG Real Power Industry Gerçek Güç Enerji Üretim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., Mediazs Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları A.Ş. ve Finar İletişim Teknolojileri A.Ş.'nin rayiç bedelleri belirlenmiş ve bu suretle Şirket'in Finansal Yatırımları 30.09.2024 tarihli finansal tablolarına gerçeğe uygun (güncel) değeriyle yansıtılmıştır. Şirket'in GSYF yatırımları ise 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değeri, Takasbank İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.'de alım satımına konu olan değeri ile belirlenirken, payları Borsa İstanbul'da işlem gören finansal yatırımların değeri ise 30 Eylül 2024 tarihli Borsa kapanış fiyatları üzerinden hesaplanmıştır. Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 6 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, söz konusu değerlendirme işlemi sonucunda Şirket'in gerçeğe uygun Finansal Yatırım tutarı 30.09.2024 tarihi itibarıyla **3.188.237.397 TL**'dir.

Değerleme 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 değeri bu tutar esas alınarak hesaplanmıştır.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir.

Piyasa Çarpanları Yönetimde, Karşılaştırılabilir Benzer Firmalar olarak nitelendirilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları A.Ş'nin yanı sıra, Şirket, 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 Karşılaştırılabilir Benzer Firmalar kapsamında incelenmiştir. Ancak sadece Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının çarpan analizinde kullanılmasına karar verilmiştir.

Öte yandan, çarpan analizi yönteminde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) 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 Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) gibi gelir tablosu bazlı çarpanlar değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

Karşılaştırılabilir Benzer Firmaların "ortalama" PD/DD çarpanı 0,75 düzeyinde hesaplanmıştır. Sonuç olarak, PD/DD çarpanı ile 30.09.2024 tarihli hesap dönemine ait Özkaynak (Net Aktif Değer) tutarı olan 3.250.437.275 TL çarpılarak hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu şekilde, PD/DD çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri **2.430.978.614 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Şirket İsmi	PD/DD (TL)	Piyasa Değeri (milyon TL)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,38x	10.072
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,49x	876
HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	1,14x	662
ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	3,89x	1.797
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,74x	2.756
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,85x	1.092
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	0,52x	1.879
Ortalama	0,75x	2.733

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde Net Aktif Değer (NAD) yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri dikkate alınmış olup, Şirket özsermaye değerinin tahmin edilmesinde Net Aktif Değer (NAD) %75 ve Piyasa Çarpanları yaklaşımı ise %25 oranında ağırlıklandırılmıştır. Bu yaklaşım altında 3.045.572.610 TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu değer, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (200.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" 15,23 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına **12,18 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Yöntemi
NAD Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri (%75)	2.437.827.956
Çarpan Yöntemiyle Hesaplanan Özsermaye Değeri (%25)	607.744.653
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri	3.045.572.610
Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)	200.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri	15,23
İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz iskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri	2.436.458.088
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	12,18

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Maliyet Yaklaşımı (Net Aktif Değer)

- Net Aktif Değer (NAD) yönteminin kullanımını makul buluyoruz. Şirket'in net aktif değerinin belirlenmesinde, 30.09.2024 tarihli finansal tablolar ile güncel değerlendirme raporlarına dayalı olarak yapılan hesaplamalar dikkate alınmıştır. Bu, şirketin mevcut varlıklarının gerçeğe uygun değerini yansıtmakta yeterli ve doğru bir yöntemdir.
- Maliyet yaklaşımına %75 ağırlık verilmesi makul bulunmuştur.

5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- PD/DD çarpanının kullanmasını makul buluyoruz.
- Pazar Yaklaşımına %25 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

A1 Capital tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (pazar yaklaşımı, maliyet yaklaşımı) Bulls GSYO'nun Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, maliyet ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 12,18 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.