



**Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.ř.  
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin  
Analist Raporu**

**TACİRLER**  
YATIRIM

**13/02/2025**

## İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında .....	2
4. Ortaklık Yapısı .....	3
5. Finansal Tablolar .....	4
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	7
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	9
8. Görüş .....	12

## 1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital")'nin, Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş (Kısaca "İhraççı", "Bulls GSYO" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş ("BULGS")
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	14-17 Şubat 2025
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Bireyselle Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	68.000.000 TL (Sermaye Artırımı) 4.500.000 TL (Ortak Satış: Bulls Yatırım Holding A.Ş'nin sahip olduğu paylar)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	268.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	883.050.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%27,05
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 39.875.000 TL (%55)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 29.000.000 TL (%40)
	Bulls Grubu Çalışanlarından Oluşan Yatırımcılar: 3.625.000 TL (%5)
Halka Arz İskontosu	%20,0
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	12,18 TL
Fiyat İstikrarı	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Bulls GSYO İzahnamesi

### 3. Şirket Hakkında

Şirket, 14.07.2021 tarihinde Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş unvanı ile kayıtlı sermaye tavanı 150.000.000 TL ve çıkarılmış sermayesi 30.000.000 TL olarak İstanbul'da süresiz olarak kurulmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.11.2022 tarihli ve T.C. Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü'nün 14.12.2022 tarihli izinlerine istinaden Şirket'in sermayesi 30.000.000 TL'den 40.000.000 TL'ye artırılmış ve 10.01.2023 tarihinde TTSG'de ilan edilmiştir. İhraç edilen 10.000.000 TL'lik paylar mevcut ortakların pay alma hakları kısıtlanarak Lydia Yatırım Holding A.Ş 'ye tahsis edilmiştir. Çıkarılan 10.000.000 TL nominal değerli paylar primli olarak pay başına 3 TL ödenmek suretiyle çıkarılmıştır ve elde edilen kaynak Şirket'in faaliyetlerinde kullanılmıştır.

Bulls GSYO, 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 şirketlerin sermayelerine yatırım yapmaktadır. İhraççı Esas Sözleşmesi'ne göre İhraççının 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.

Bulls GSYO, yatırım stratejisini ve çıkış senaryosunu dünya ve ülkemiz ekonomisi ile yerel ile uluslararası piyasalarda meydana gelecek gelişmeler doğrultusunda yılda en az bir kere gözden geçirerek gerekli gördüğü durumlarda yenilemeyi planlamaktadır.

30.09.2024 tarihli finansal tablolarına yansıyan ve İhraççı tarafından yapılan yatırımların listesi aşağıda yer almaktadır.

Şirket Adı	Faaliyet Konusu	İlk Yatırım Tarihi	Doğrudan ve Dolaylı Ortaklık Payı (%)	Etkin Oran (%)	Oy Kullanım Gücü (%)	Finansman	Çıkış Tarihi
Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş*	Mikromobilité	23.11.2021	0,89	0,89	0,52	Özkaynak	Devam Etmekte
Sporttz Spor Yatırımları A.Ş.	Spor ve Teknoloji Yatırımları	01.12.2021	0,73	0,73	0,73	Özkaynak	Devam Etmekte
Oncosem Onkolojik Sistemler San. Ve Tic. A.Ş.	İlaç, tıbbi ekipman ve cihazlar	30.12.2021	1,17	1,17	0,70	Özkaynak	Devam Etmekte
Repg Real Power Industry Gerçek Güç Enerji Üretim Sistemleri Sanayi ve Tic A.Ş	Enerji verimliliği sistemleri	10.03.2022	2,00	2,02	2,02	Özkaynak	Devam Etmekte
İstanbul Portföy One Life GSYF	GSYF	05.04.2022	Katılma payı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
GAMI Teknoloji A.Ş.	Teknoloji	30.12.2022	4,00	4,00	4,00	Özkaynak	Devam Etmekte
Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları A.Ş.	Teknoloji	24.04.2023	2,42	2,42	2,42	Özkaynak	Devam Etmekte
Re-Pie Portföy Perakende GSYF	GSYF	05.05.2023	Katılma payı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Finar İletişim Teknolojileri A.Ş	Teknoloji	25.07.2023	12,78	12,78	12,78	Özkaynak	Devam Etmekte

Şirket Adı	Faaliyet Konusu	İlk Yatırım Tarihi	Doğrudan ve Dolaylı Ortaklık Payı (%)	Etkin Oran (%)	Oy Kullanım Gücü (%)	Finansman	Çıkış Tarihi
Re-Pie Portföy Secondary GSYF**	GSYF	09.08.2023	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Re-Pie Portföy ARF GSYF	GSYF	06.09.2023	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Tera Portföy Ludus Ventures GSYF	GSYF	20.12.2023	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Lydia Holding A.Ş.**	Toptan ve Perakende Ticaret	19.01.2024	-	-	-	Özkaynak	31.07.2024
Lydia Yeşil Enerji Kaynakları A.Ş***	Gıda	31.01.2024	4,07	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Letven Capital Milres GSYF	GSYF	03.04.2024	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Letven Capital Tars GSYF	GSYF	16.05.2024	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Pardus Portföy Dördüncü GSYF	GSYF	31.07.2024	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Pardus Portföy Pardus Teknoloji GSYF	GSYF	31.07.2024	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte
Re-Pie Portföy Simit Sarayı GSYF	GSYF	25.09.2024	Katılma patı satın alınmıştır	-	-	Özkaynak	Devam Etmekte

Kaynak: İzahname

\* 30.09.2024 döneminden sonra Bin Ulaşım borsada işlem görmeye başlamıştır, bu sebeple ortaklık oranı ve oy hakkında değişimler meydana gelmiştir.

\*\* İhraççı, 19.01.2024 tarihli yönetim kurulu kararı ile RE-PIE Portföy Secondary GSYF'ye 108.356 adet katılma payının iade edilmesine ve akabinde 108.356 adet katılma payı karşılığında 14.935.109 adet KH statüsündeki halka kapalı Lydia Holding A.Ş (LYDHO) (Eski ticaret unvanı: Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş (Eski borsa kodu: MIPAZ)) paylarının alınmasına karar verilmiştir. İhraççı, bu işlem sonucunda LYDHO'da %7,18 oranında pay sahibi olmuştur. İhraççı'nın bu işlem sonucunda RE-PIE Portföy Secondary GSYF'de bir kısım katılma payı kalmıştır. 31.07.2024 tarihi itibarıyla İhraççı'nın LYDHO'da herhangi bir payı bulunmamaktadır.

\*\*\* İşbu yatırım 31.12.2023 tarihinden sonra gerçekleşmiş olduğundan ötürü (29.01.2024) 31.12.2023 tarihli bilançolara yansımamıştır. Şirkette unvan değişikliği olmuştur

#### 4. Ortaklık Yapısı

Şirket 21 Eylül 2023 tarihli Yönetim kurulu kararı ile 40.000.000 TL tutarındaki sermayesinin 1.000.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı sınırları içerisinde kalmak üzere ve şirket pay sahiplerinin yeni pay alma hakları kısıtlanmaksızın, nakden 160.000.000 TL tutarında artırılarak 200.000.000 TL'ye çıkarılmasına ve artırılan sermayeyi temsilen her biri 1,00 TL nominal değerdeki 1.200.000 adet A grubu ve 158.800.000 adet B grubu nama yazılı payların ihraç edilmesine karar verilmiş ve 29 Şubat 2024 tarihi itibarıyla tescili tamamlanarak Şirket'in çıkarılmış sermayesi 200.000.000 TL olmuştur. Söz konusu sermaye her biri 1 TL itibarı değere sahip toplam 200.000.000 adet paya ayrılmış olup tamamı taahhüt edilip nakden ödenmiştir. Bu artırım sonrası Şirket'in çıkarılmış sermayesi 1.500.000 TL karşılığı 1.500.000 adet A grubu patlardan ve 198.500.000 TL karşılığı 198.500.000 adet B grubu paylardan oluşmaktadır.

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.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı						
Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Oranı (%)	Pay Grubu	Sermaye Payı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Kemal Akkaya	A	1.500.000	0,75	A	1.500.000	0,56
Bulls Yatırım Holding A.Ş.	B	48.500.000	24,25	B	48.500.000	18,10
Halka Açık Kısım	B	150.000.000	75,00	B	145.500.000	54,29
	-	-	-	B	72.500.000	27,05
<b>TOPLAM</b>		<b>200.000.000</b>	<b>100,00</b>		<b>268.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak İzahname

## 5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur. 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihli finansal tablolarda yer alan tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe 30 Eylül 2024 satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir.

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)			
	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	30-Eyl-24
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>40.261.762</b>	<b>99.979.999</b>	<b>44.981.953</b>	<b>62.780.713</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	23.547.364	83.648.528	44.069.339	60.548.136
Finansal Yatırımlar	15.541.836	16.003.826	61.916	-
Türev Araçlar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar	-	194.388	82.331	617.924
Peşin Ödenmiş Giderler	853.235	10.098	45.150	93.022
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	319.327	123.159	723.217	1.521.631
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>155.409.614</b>	<b>166.177.352</b>	<b>2.163.525.851</b>	<b>3.208.535.208</b>
Diğer Alacaklar	2.751	1.674	46.129	8.950
Finansal Yatırımlar	146.054.996	159.518.194	2.149.273.127	3.188.237.397
Maddi Duran Varlıklar	525.612	789.639	1.312.229	5.217.074
Kullanım Hakkı Varlıkları	8.802.172	5.837.454	12.866.226	14.966.561
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15.048	27.286	27.489	105.226
Peşin Ödenmiş Giderler	9.035	3.105	651	-
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>195.671.376</b>	<b>266.157.351</b>	<b>2.208.507.804</b>	<b>3.271.315.921</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.670.507</b>	<b>1.985.933</b>	<b>5.680.652</b>	<b>6.831.407</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	33.919	71.386	45.264
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	3.195.961	1.743.103	4.856.355	6.083.690
Ticari Borçlar	36.836	49.021	389.081	350.286
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	121.481	149.418	337.469	307.167
Diğer Borçlar	313.542	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.687	10.472	26.361	45.000
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>6.785.852</b>	<b>3.747.489</b>	<b>6.838.770</b>	<b>14.047.239</b>

## Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)

	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	30-Eyl-24
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	6.755.738	3.633.242	6.542.906	13.856.976
Uzun Vadeli Karşılıklar	30.114	114.247	295.864	190.263
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>185.215.017</b>	<b>260.423.929</b>	<b>2.195.988.382</b>	<b>3.250.437.275</b>
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	40.000.000	200.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	105.971.037	105.971.037	116.961.467	195.977.486
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	-	77.497.494	239.015.989	-
Paylara İlişkin Primler / İskontolar	-	-	56.507.033	56.507.033
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	-	31.763	-45.222	220.147
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	573.286	573.286	573.286
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	-	48.670.698	46.350.349	1.742.975.829
Dönem Net Dönem Karı / (Zararı)	49.243.980	-2.320.349	1.696.625.480	1.054.183.494
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>195.671.376</b>	<b>266.157.351</b>	<b>2.208.507.804</b>	<b>3.271.315.921</b>

Kaynak: İzahname

31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren dönemler itibarıyla ihraççının toplam varlıkları sırasıyla 195.671.376 TL, 266.157.351 TL, 2.208.507.804 TL ve 3.271.315.921 TL'dir.

İhraççı'nın toplam varlıkları 31.12.2022'de 31.12.2021'e göre %36,02, 31.12.2023'te 31.12.2022'ye göre %729,78, 30.09.2024'te ise 31.12.2023'e göre %48,12 artış göstermiştir. Söz konusu dönemlerdeki değişimin başlıca nedeni uzun vadeli finansal yatırımlarda hem yeni yatırımların olması hem de mevcut yatırımların değer artışlarıdır.

Nakit ve Nakit Benzerleri, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 23.547.364 TL, 83.648.528 TL, 44.069.339 TL ve 60.548.136 TL'dir. Bu kalemden 31.12.2022 itibarıyla 31.12.2021'e göre %255,24 oranında artış ve 31.12.2023 itibarıyla 31.12.2022'ye göre %47,32 oranında azalış, 30.09.2024 itibarıyla ise 31.12.2023'e göre %37,39 oranında artış gerçekleşmiştir. 2022 yılında yaşanan artış bloke mevduat hesabından kaynaklanmaktadır. Bloke mevduat hesabı, yönetim kurulu karar ile yapılan sermaye artırımının sonucu yapılan ödemenin sermaye artırımının tesciline kadar blokeli olarak yansıtılmasını kapsamaktadır.

Kısa vadeli finansal yatırımlar kalemi, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 15.541.836 TL, 16.003.826 TL ve 61.916 TL'dir. 30.09.2024 tarihinde Şirket'in kısa vadeli finansal yatırımları bulunmamaktadır. İlgili bakiyeler gerçeğe uygun değer farkları kar veya zarara yansıtılan finansal yatırımlardan oluşmaktadır. Şirket'in gerçeğe uygun değer farkları kar veya zarara yansıtılan kısa vadeli finansal yatırımlarda sınıflandırılmış olduğu borsada işlem gören paylan için bilanço tarihindeki BIST kapanış fiyatı ile değerlendirilerek gerçeğe uygun değer tespiti yapılmıştır.

İhraççı'nın varlıklarının 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 155.409.614 TL, 166.177.352 TL, 2.163.525.851 TL ve 3.208.535.208 TL'lik kısımların duran varlıklardan meydana gelmektedir. Şirket'in duran Varlıklarındaki en önemli kalem finansal yatırımlarıdır. Duran varlıklar, 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemlerinde hem yeni finansal yatırım yapılması hem de mevcut yatırımların değer artışları ile yükselmiştir.

Şirket'in uzun vadeli yatırımları; 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 146.054.996 TL, 159.518.194 TL, 2.149.273.127 TL ve 3.188.237.397 TL'dir. Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla finansal durum tablosunda en önemli unsuru duran varlıklar altında finansal yatırımlar kaleminde izlenen 3.188.237.397 TL tutarındaki (toplam varlıkların yaklaşık %97'si) yatırımlarında oluşmaktadır. İhraççı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı yapısında olduğu için duran

varlıklarının tamamına yakını yatırım yaptığı şirketlerin gerçeğe uygun değerini ifade eden finansal yatırımlar kaleminden oluşmaktadır.

Sirket'in uzun vadeli finansal yatırımlarında yer alan Bin Ulaşım'ın, 31.12.2021 dönemindeki 49.775.177 TL tutarından 31.12.2022 dönemindeki 93.285.204 TL'ye yükselmesinin sebebi değerleme artışından kaynaklıdır. 31.12.2021 döneminde 81.258.079 TL olarak kaydedilen Oncosem, 31.12.2022 döneminde değer azalışı kaynaklı 38.978.721 TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili kalem, 31.12.2023 dönemindeki 163.246.421 TL değer artışı ile birlikte 202.230.834 TL olarak gerçekleşmiştir. 01.01.2024 ve 30.09.2024 döneminde ise 145.317.281 TL değerindeki payların satışı sonucunda ilgili dönemdeki uzun vadeli finansal yatırım olan Oncosem'in kayıtlı değeri 37.800.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli finansal yatırımlar içerisinde yer alan RE-PIE Secondary GSYF, 31.12.2023 döneminde 1.062.053.064 TL ve 30.09.2024 döneminde Sirket'in sahip olduğu payları satmasından kaynaklı 169.069.704 TL olarak gerçekleşmiştir. İhraççı, 19.01.2024 tarihli yönetim kurulu karar ile RE-PIE Portfoy Secondary GSYF'ye 108.356 adet katılma payının iade edilmesine ve akabinde 108.356 adet katılma payı karşılığında 14.935.109 adet KH statüsündeki halka kapalı Lydia Holding A.S. (L YDHO) (Eski ticaret unvanı: Milpa Ticari ve Sıani Ürünler Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.S. (Eski borsa kodu: MIPAZ)) paylarının alınmasına karar verilmiştir. İhraççı, bu işlem sonucunda LYDHO'da %7, 18 oranında pay sahibi olmuştur. İhraççı'nın bu işlem sonucunda RE-PIE Portfoy Secondary GSYF'de bir kısım katılma payı kalmıştır. 31.07.2024 tarihi itibarıyla ihraççının LYDHO'da herhangi bir payı bulunmamaktadır.

Uzun vadeli finansal yatırımlar içerisinde yer alan RE-PIE Portföy Yönetimi A.S. Arf Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, 31.12.2023 döneminde 634.049.785 TL ve 30.09.2024 döneminde değer azalışı kaynaklı 461.459.432 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket bilançosunun kaynaklar tarafında en önemli unsur özkaynaklarıdır. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla sırasıyla 185.215.017 TL, 260.423.929 TL, 2.195.988.382 TL ve 3.250.437.275 TL'dir.

31.12.2023 itibarıyla ödenmiş sermaye 40.000.000 TL olmakla birlikte, 28.09.2023 tarihinde, mevcut 150.000.000 TL tutarındaki kayıtlı sermaye tavanının 850.000.000 TL artırılarak 1.000.000.000 TL tutarına çıkarılması ve mevcut 40.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin 160.000.000 TL artırılarak 200.000.000 TL tutarına çıkarılması amacı ile Kurul'a yapılan başvuru, Kurul'un E-12233903-345.11-49726 sayılı ve 15.02.2024 tarihli yazısı ile Kurul tarafından olumlu karşılanmıştır. Başvuru tarihi itibarıyla ihraççının çıkarılmış sermayesi 200.000.000 TL'dir. 200.000.000 TL sermaye bedelinin tamamı nakden ödenmiştir.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren dönemlere ait kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar Tablosu (TL)				
	1 Ocak - 31-Ara-21	1 Ocak - 31-Ara-22	1 Ocak - 31-Ara-23	1 Ocak - 30-Eyl-23	1 Ocak - 30-Eyl-24
Hasılat	82.943.388	349.965.740	602.677.756	432.902.793	2.299.476.378
Satışların Maliyeti (-)	-71.742.955	-317.192.749	-342.794.577	-209.227.496	-284.830.030
<b>BRÜT KAR / (ZARAR)</b>	<b>11.200.433</b>	<b>32.772.991</b>	<b>259.883.179</b>	<b>223.675.297</b>	<b>2.014.646.348</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-4.447.825	-11.608.924	-18.061.388	-14.170.066	-26.403.005
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	64.888.966	44.502.900	1.513.333.810	1.879.446.847	453.549.331
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.424.722	-45.150.499	-25.649.955	-2.246.365	-578.388.968
<b>ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>70.216.852</b>	<b>20.516.468</b>	<b>1.729.505.646</b>	<b>2.086.705.713</b>	<b>1.863.403.706</b>



<b>FİNANSMAN GİDERİ (GELİRİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>70.216.852</b>	<b>20.516.468</b>	<b>1.729.505.646</b>	<b>2.086.705.713</b>	<b>1.863.403.706</b>
Finansman Gelirleri	-	-	-	-	-
Finansman Giderleri (-)	-1.293.400	-1.377.482	-1.283.839	-2.058.128	-4.233.617
Net Parasal Pozisyon Kayıp Kazançları	-19.679.472	-21.459.336	-31.596.327	-96.128.093	-804.986.595
<b>VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>49.243.980</b>	<b>-2.320.350</b>	<b>1.696.625.480</b>	<b>1.988.519.492</b>	<b>1.054.183.494</b>
<b>DÖNEM NET KARI / (ZARARI)</b>	<b>49.243.980</b>	<b>-2.320.350</b>	<b>1.696.625.480</b>	<b>1.988.519.492</b>	<b>1.054.183.494</b>

Kaynak: İzahname

Şirket'in hasılatı 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 82.943.388 TL, 349.965.740 TL ve 602.677.756 TL'dir. 2023/3Ç ve 2024/3Ç ara dönemlerinde ise sırasıyla 432.902.793 TL ve 2.299.476.378 TL'dir.

İhraççı girişim sermayesi yatırım ortaklığı olması sebebiyle hasılatlar dönemsel olarak hisse senedi alım satım karları, yatırım fonu, faiz gelirleri ve temettü gelirlerinden kaynaklanmakta olup, söz konusu gelirlerin yapısından dolayı dönemler itibarıyla dalgalı bir seyir gösterebilmektedir. Şirket'in hasılatı 2022 yılında 2021 yılına göre %321,93; 2023 yılında 2022 yılına göre %72,21 oranında artış göstermiştir. 30.09.2024 tarihinde ağırlıklı olarak RE-PIE Secondary GSYF, Lydia Holding A.Ş. ve Oncosem pay satışı kaynaklı olarak 30.09.2023'e göre ise %431,18 artış göstermiştir. Artışlar, GSYF ve hisse senedi satışlarına paralel olarak hareket etmektedir.

Şirket'in brüt karı 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 11.200.433 TL, 32.772.991 TL ve 259.883.179 TL'dir. 30.09.2023 ve 30.09.2024 ara dönemleri itibarıyla ise sırasıyla Şirket'in brüt karı 223.675.297 TL ve 2.014.646.348 TL'dir.

Şirket'in brüt kâr marjı ise 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %13,50, %9,36 ve %43,12 olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2023 ve 30.09.2024 ara dönemleri itibarıyla ise sırasıyla %51,67 ve %87,61 olarak gerçekleşmiştir. GSYF ve hisse senedi satışlarının dönemlere sair farklılık göstermesi nedeni ile gerçekleşen brüt kar oranları da dalgalı bir seyir izlemiştir.

Şirket'in faaliyet giderleri; genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. İlgili dönemler itibarıyla, genel yönetim giderlerinin en büyük bölümü; personel giderleri, amortisman giderleri ve ofis giderlerinden oluşmaktadır.

Esas faaliyetlerden diğer gelirlerin tamamına yakını, finansal yatırımlar değerlendirme karlarından oluşmaktadır.

Esas faaliyetten diğer giderlerin tamamına yakını finansal yatırımlar değerlendirme zararından oluşmaktadır. İlgili dönemler itibarıyla esas faaliyetlerden diğer gelirlerde yaşanan bu dalgalanmanın sebebi finansal yatırım ve hisse senetlerinde meydana gelen değerlemelerden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in dönem karı 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 49.243.980 TL (2.320.350 TL) ve 1.696.625.480 TL'dir. 30.09.2023 ve 30.09.2024 ara dönemleri itibarıyla ise sırasıyla Şirket'in net dönem karı 1.988.519.492 TL ve 1.054.183.494 TL'dir.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihinden sonra eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı, FAVÖK marjı ve net kar marjı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

## 6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

<b>Fonun Yatırım Konusu</b>	<b>Fonun Kullanım Oranı</b>
A) Yeni Girişim Sermayesi İmkanlarının Finansmanı	%90

Fonun Yatırım Konusu	Fonun Kullanım Oranı
- Savunma Sanayi Sektörü Şirketlerine Yatırım	%40
- Diğer Sektörlerde Faaliyet Gösteren Şirketlere Yatırım	%50
B) İşletme Sermayesi	%10

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

#### A. Yeni Girişim Sermayesi İmkanlarının Finansmanı:

Şirket hali hazırda gerek yürürlükte olan diğer mevzuatlar gerekse SPK düzenlemelerine göre faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket yeni yatırım fırsatları için araştırmalar yapmakta değerlendirmelerine devam etmektedir. Uygu gördüğü sektör ve şirketleri yatırım takvimine almaktadır.

Şirket diğer GSYO'lardan sosyal sorumluluk misyonu içeren şirketlere yatırım stratejisine öncelik vererek ayrılmaktadır. Bu nedenle yatırım yapacağı şirketleri Savunma Sanayi Sektörü Şirketleri ve Diğer Sektörlerde Faaliyet Gösteren Şirketler olmak üzere iki ana grupta kategorize etmektedir

##### - Savunma Sanayi Sektörü Şirketlerine Yatırım:

- Ülkemizin savunmasında önemli yer teşkil edeceğini, kat sağlayacağını düşündüğü şirketlere öncelikli olarak yatırım yapmayı planlamaktadır.
- Elde edeceği fonun %40'ını bu sektöre yönelik yatırımlarda kullanmayı hedeflemekle birlikte fonun elde edilmesinden sonra 1 yıl içerisinde gelecek planlarına uygun yatırım yapılacak şirket bulunamaması durumunda bu fonu diğer sektörlerde kaydırabilecektir.

##### - Diğer Sektörlerde Faaliyet Gösteren Şirketler

- Şirket savunma sanayi sektörüne odaklanmanın yanında diğer sektörlerde de yeni girişim sermayesi yatırım imkanlarının değerlendirilmesini gündemine almaktadır. Uygun zaman ve miktarda, potansiyel görünen sektör ve/veya şirketlere yatırım yapmayı öngörmektedir.
- Ek olarak, Şirket halihazırda yatırımı bulunan şirketlere sermaye artışı, borç verilmesi, finansman sağlanması vb şekillerde yeni yatırım kararı alabilecektir. Şirket'in ve yatırım yapmış olduğu şirketlerin devam eden yatırımların genişletilmesi ve sonuçlandırılması için çeşitli yatırımlar yapacaktır. Ayrıca finansal teknolojiler, enerji sektörü ve şirketin ve yatırım yapmış olduğu şirketlerin faaliyet alanlarına benzer veya bunlardan farklı alanlarda, yurt içinde veya yurt dışında faaliyet gösteren şirketlerin doğrudan veya dolaylı olarak satın alınması veya bunlara iştirak edilmesi ya da yeni şirket kurulması planlanmaktadır.
- Bu kısımda ödenecek tutarlar, halka arzdan elde edilen net gelirin %50'lik kısmını oluşturmaktadır.

#### B. İşletme Sermayesi:

Yukarıda bahsi geçen yatırımlar haricinde Şirketin kendi faaliyetlerini devam ettirebilmesi amacıyla halka arzdan elde edilen net gelirin %10'luk kısmını işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır.

Tüm bu hususlara ek olarak, yukarıda belirtilen fon kullanım oranları Şirket menfaatleri ve piyasa koşulları doğrultusunda değişkenlik gösterebilir. Şirket, halka arzdan elde edilecek net geliri yukarıda

izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı ve/veya kullanmadığı ölçüde, Şirket menfaatlerini gözeterek kategoriler arasında geçiş yapılabilecektir. Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar Türk Lirası ve (a) maddesinde yer alan yatırımların gerçekleştirilebilmesi maksadıyla yabancı para ve/veya kıymetli maden sinsinden vadeli mevduat ve/veya yatırım fonları gibi çeşitli menkul kıymet edinimleri suretiyle mevzuatın izin verdiği ölçüde ve şekilde kullanacak ve/veya nemalandırabilecektir.

## 7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında, 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.

### 7.1. Maliyet (Net Aktif Değer) Yöntemi

Net Aktif Değer (NAD), varlıkların ve yükümlülüklerin piyasa değerinden yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşerek hesaplanır. Gerçeğe uygun değer farkı kar veya zarara yansıtılan finansal varlıkların ediniminde kullanılan yabancı kaynakların düşülmesiyle hesaplanan özkaynaklar, değerlemeye esas teşkil eden Net Aktif değeri temsil etmektedir. Net aktif değer hesaplaması sırasında, Şirket'in finansal yatırımları kapsamında hazırlanan Şirket değerlendirme raporları ve Özel Bağımsız Denetim Rapor'unda belirtilen 30.09.2024 tarihli hesap dönemine ait finansal tablolar dikkate alınmıştır.

27.11.2024 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 30 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, 30.09.2024 tarihli bilanço dönemi itibarıyla Şirket'in finansal yatırımlarının gerçeğe uygun değeri **3.188.237.397 TL** olarak hesaplanmıştır. Söz konusu gerçeğe uygun değerler; 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., Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları A.Ş ve Finar İletişim Teknolojileri A.Ş için 24 Mayıs 2024 tarihinde Karar Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş tarafından hazırlanan aynı tarihli değerlendirme raporunda belirlenen rayiç bedeller kullanılmıştır. İhraççının GSYF yatırımlarının gerçeğe uygun değeri ise 30 Eylül 2024 tarihli itibarıyla Takasbank İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş'de alım satıma konu olan değeri ile belirlenirken, payları Borsa İstanbul'da işlem gören finansal yatırımların değeri ise 30 Eylül 2024 tarihli Borsa kapanış fiyatları üzerinden hesaplanmıştır.

Net Aktif Değer (TL)	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>83.648.528</b>	<b>44.069.339</b>	<b>60.548.136</b>
<b>Finansal Varlıklar</b>	<b>175.522.020</b>	<b>2.149.335.043</b>	<b>3.188.237.397</b>
Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar	159.518.194	2.149.273.127	3.188.237.397
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	16.003.826	61.916	-
<b>Diğer Varlıklar</b>	<b>6.986.803</b>	<b>15.103.422</b>	<b>22.530.388</b>
<b>(Eksi) Yabancı Kaynaklar</b>	<b>5.733.422</b>	<b>12.519.422</b>	<b>20.878.646</b>
Kısa Vadeli Banka Kredileri (Kredi Kartları)	33.919	71.386	45.264
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	49.021	389.081	350.286
Kısa Vadeli Diğer Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Kiralamaların Kısa Vadeli Kısmı	1.743.103	4.856.355	6.083.690

Net Aktif Değer (TL)	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.472	26.361	45.000
Uzun Vadeli Kiralamalardan Yükümlülükler	3.633.242	6.542.906	13.856.976
Uzun Vadeli Ticari Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Diğer Borçlar	-	-	-
Diğer Yükümlülükler	263.665	633.333	497.430
<b>Net Aktif Değer</b>	<b>260.423.929</b>	<b>2.195.988.382</b>	<b>3.250.437.275</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İşbu Fiyat Tespit Raporu 30.09.2024 hesap dönemine ait finansal tablolar esas alınarak hazırlanmış olup, değerlendirme çalışmasına 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.

Finansal Yatırımlar (TL)	01-Oca-24	Alımlar/ (Satımlar)	Değerleme Artışı	Değerleme Azalışı	30.09.2024
<b>Mevcut Finansal Yatırımlar (01.01.2024 Öncesi)</b>	<b>2.149.273.127</b>	<b>-903.393.167</b>	<b>3.104.950</b>	<b>-347.491.731</b>	<b>901.493.179</b>
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş Secondary GSYF	1.062.016.041	-780.013.140		-112.933.197	169.069.704
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş Perakende GSYF	64.357.653			-9.416.773	54.940.880
Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş Arf GSYF	634.031.908			-172.572.476	461.459.432
Oncosem Onkoloji Sistemler San ve Tic. A.Ş.	202.226.318	-145.317.281		-19.109.037	37.800.000
Tera Portföy Ludus Ventures GSYF	1.982.251			-336.791	1.645.460
İST.Por. Yön. A.Ş OneLife Ventures GSYF	4.098.188		729.960		4.828.148
Diğer Finansal Varlıklar	180.560.768	21.937.254	2.374.990	-33.123.457	171.749.555
Finar İletişim Teknolojileri A.Ş. - Bistock	14.107.301	369.941		-2.520.356	11.956.886
Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri A.Ş.	94.961.889			-2.426.863	92.535.026
Mediazz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları	50.200.854	21.567.313		-27.272.131	44.496.036
Sportz Spor Yatırımları A.Ş.	10.969.178		1.802.210		12.771.380
Gami Teknoloji A.Ş.	7.587.496		572.780		8.160.276
REPG Real Power Ind. Gerçek Güç En. Ürt.Sis.	2.734.050			-904.107	1.829.943
<b>Yeni Finansal Yatırımlar (01.01.2024 sonrası)</b>					<b>626.555.371</b>
Lydia Yeşil Enerji Kaynakları A.Ş		14.290.443	423.143.157		437.433.600
Re-Pie Simit Sarayı GSYF		102.600.000	84.729		102.684.729
Letven Capital Milres GSYF		57.217.455	25.902.717		83.120.172
Letven Capital Tars GSYF		3.321.194		-4.324	3.316.870
Pardus Dördüncü GSYF		945.536.702		-115.309.248	830.227.454
Pardus Teknoloji GSYF		945.536.872		-115.575.479	829.961.393
<b>Toplam Finansal Yatırımlar</b>	<b>2.149.273.127</b>	<b>1.165.109.499</b>	<b>452.235.553</b>	<b>-578.380.782</b>	<b>3.188.237.397</b>

Kaynak: Fiyat tespit raporu

## 7.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa Çarpanları Yönteminde, benzer şirketler olarak nitelendirilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortakları AŞ'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, işbu Fiyat Tespit Raporunda, “sadece” Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının çarpan analizinde kullanılmasına karar verilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu’nun yayınlanma tarihinden (27.12.2024) bir iş günü önce (26.12.2024) piyasa kapanışları üzerinden Finnet Veri Tabanından sağlanan PD/DD çarpanları karşılaştırılabilir firmalar için belirlenmiştir. Piyasa Değeri Fiyat Tespit Raporu’nun yayınlanma tarihinden bir iş günü önce (26.12.2024) piyasa kapanışları üzerinden Finnet Veri Tabanından sağlanırken, Defter Değeri için 30.09.2024 tarihli finansal tablolar esas alınmıştır. Bu şekilde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.6 uyarınca her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen Pazar Çarpanlarının değerlendirilmesinde kullanılması ilkesi karşılanmış olmaktadır.

Öte yandan, çarpan analizi yönteminde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları şirketlerinin proje odaklı çalışması ve projeden çıkış stratejilerinin olması, gelirlerinin yatırım yaptıkları şirketlere bağlı olması, düzenli ve öngörülebilir bir nakit akımına sahip olmaması, gelirlerinin dönemsellik arz etmesi gibi sebepler firma çarpanlarında oynaklığa sebep olabileceğinden FD/FAVÖK, FD/satışlar, F/K gibi gelir tablosu bazlı çarpanlar değerlendirilmediği için kullanılmamıştır.

Finnet Veri tabanında seçilen benzer şirketler örnekleme kümesinde 7 gözlem değeri olduğundan medyan hesaplaması yapılmamıştır. Bunun yerine, örnekleme kümesindeki 7 gözlem değerinden en düşük ve en yüksek değerler elimine edilerek aritmetik ortalaması hesaplanıp Piyasa Çarpan Analizi kapsamında değerlendirilmiştir.

Şirket İsmi	Borsa Kodu	PD/DD	Piyasa Değeri (mn TL)
Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GOZDE	0,38	10.072
Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HDFGS	0,49	876
HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	HUBVC	1,14	662
ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ICUGS	3,89	1.797
İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	ISGSY	0,74	2.756
Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	PRDGS	0,85	1.092
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	VERTU	0,52	1.879
<b>Ortalama</b>		<b>0,75</b>	<b>2.733</b>

Kaynakça: Fiyat Tespit Raporu

Benzer şirketlerin “ortalama” PD/DD çarpanı yukarıdaki tabloda yer aldığı gibi 0,75 düzeyinde hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, PD/DD çarpanı ile 30.09.2024 tarihli hesap dönemine ait Özkaynak (Net Aktif Değeri) tutarı olan **3.250.437.275 TL** çarpılarak hedef fiyat özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu şekilde PD/DD çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri **2.430.978.614 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Çarpan	Piyasa Çarpan Analiz (TL)				
	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
PD/DD	0,75*	3.250.437.275	2.430.978.614	100%	2.430.978.614
<b>İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri</b>					<b>2.430.978.614</b>
Sermaye					200.000.000
<b>Pay Fiyatı</b>					<b>12,15</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

\*: Karşılaştırılabilir Benzer Firmalar PD/DD çarpanlarının aritmetik ortalaması, 26.12.2024 tarihli piyasa kapanış verileri

### 7.3. Değerleme Sonucu

Şirket'in özkaynak değerinin tespit edilmesinde Net Aktif Değer ("NAD")) ve Çarpan Analiz yöntemlerine yer verilmiştir. Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir.

Net Aktif Değer Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analiz yöntemleri kullanılmıştır. Şirket özsermaye değerinin tahmin edilmesinde Net Aktif Değer %75 ve Piyasa Çarpanları yaklaşımı ise %25 oranında ağırlıklandırılmıştır. Bu yaklaşım altında, işbu Fiyat Tespit Rapor tarihi itibarıyla **3.045.572.610 TL** tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu değer, halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (200.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi Piyasa Değeri 15,23 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 12,18 TL'lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Değerleme Sonucu	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri
Net Aktif Değer Yöntemi	3.250.437.275	75%	2.437.827.956
Piyasa Yaklaşımı Benzer Şirket Çarpanları	2.430.978.614	25%	607.744.653
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>			<b>3.045.572.610</b>
<b>Pay Adedi</b>			<b>200.000.000</b>
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri			15,23
Halka Arz İskontosu			%20
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>2.436.458.088</b>
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı</b>			<b>12,18</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 8. Görüş

- Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş için A1 Capital tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen bilgilerin kapsamlı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörü değerlendirdiğimizde, Şirket değerlemesi için Net Aktif Değer Analizi Yönteminin ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde de Çarpan Değerlemesinin kullanılmasını ve Çarpan Değerlemesinde PD/DD göstergesinin kullanılmasını makul bulmaktayız.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 12,18 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.