

**BULLS GİRİŞİM SERMAYESİ
YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
DEĞERLENDİRME RAPORU - II**



**Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi
Levent Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/ İstanbul**

23.12.2025

İÇİNDEKİLER

1. Değerlendirme Raporunun Amacı	3
2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi.....	3
3. 11.02.2025 Tarihinde KAP'ta Yayınlanan Fiyat Tespit Raporu	4
3.1 Net Aktif Değer (NAD) Analizi	4
3.2 Çarpan Analizi	6
3.3 Değerleme Sonucu	8
4. Halka Arz Sonuçları.....	8
5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans	9
6. Halka Arz Sonrası Önemli Gelişmeler.....	11
7. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri	12
8. Halka Arz Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler.....	13

1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 (“Tebliğ”) 29. Madde 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.”

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Bulls GSYO”, “BULGS” veya “Şirket”) paylarının ilk halka arzında Tebliğ’in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) tarafından hazırlanan 27.12.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu 11.02.2025 tarihinde KAP’ta yayınlanmış ve Şirket payları 21.02.2025 tarihinde BULGS.E koduyla Ana Pazar’da işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu’nu müteakip Tebliğ’in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, BULGS’nin nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 23.12.2025 tarihine kadar (1 iş günü olacak şekilde 22.12.2025 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir. İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Bulls GSYO’nun sermayesinin 200.000.000 TL’den 268.000.000 TL’ye çıkarılması nedeniyle artırılan 68.000.000 TL nominal değerli 68.000.000 adet pay ve mevcut ortaklardan Bulls Yatırım Holding A.Ş.’nin sahip olduğu 4.500.000 TL nominal değerli 4.500.000 adet pay olmak üzere toplam 72.500.000 TL nominal değerli 72.500.000 adet pay payın 12,18 TL/pay baz fiyat seviyesinden satışı ve halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 06.02.2025 ve 2025/7 sayılı haftalık bülteninde açıklandığı üzere onaylanmıştır.

Bulls GSYO’nun paylarının mevcut halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı 12,18 TL olarak açıklanmış olup belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 883.050.000 TL olarak gerçekleşmiştir. Yurt içi bireysel yatırımcılar tahsisat tutarının yaklaşık 3,50 katı, yurt içi kurumsal yatırımcılar tahsisat tutarının yaklaşık 2,13 katı ve Bulls grubu çalışanları tahsisat tutarının yaklaşık 1,56 katı olmak üzere toplamda 2,86 kat filtrelenmemiş talep gelmiştir.

Şirket paylarının halka arzı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. liderliğine oluşturulan konsorsiyum tarafından “Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi” kullanılarak ve “En iyi Gayret Aracılığı” ile gerçekleştirilmiştir.

Borsa İstanbul tarafından paylaşılan verilere göre talep sonucunda halka arz büyüklüğünün toplamda 2,86 katına denk gelen 2.521.786.663 TL karşılığı filtre edilmemiş 207.043.240 TL nominal değerli talep gelmiştir. Halka arzda toplamda 171.190 yatırımcıya dağıtım yapılmıştır.

Şirket’in halka arz öncesinde 11.02.2025 tarihinde KAP’ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor’da halka arzdan beklenen net gelir ile yeni girişim sermayesi imkanlarının finansmanı ve işletme sermayesinin finansmanının sağlanması hedeflenmiştir.

3. 11.02.2025 TARİHİNDE KAP’TA YAYINLANAN FİYAT TESPİT RAPORU

11.02.2025 tarihinde KAP’ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket’in 30.09.2024 tarihli ara dönem ile 31.12.2023, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihli dönem sonu Türkiye Muhasebe Standartları’na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

BULGS’nin değerinin tespiti amacıyla Net Aktif Değer (NAD) yöntemi ve Piyasa Çarpan analizi yöntemi incelenmiştir. Net Aktif Değer (NAD) yöntemine %75 ve Piyasa Çarpanları yöntemine %25 oranlarında ağırlık verilerek Şirket değeri hesaplanmıştır.

BULGS’nin 30.09.2024’te sona eren ara dönem Özkaynak tutarı esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır. Şirket’in piyasa değerinin hesaplanmasında aşağıdaki değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

3.1 Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi

Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin piyasa değerinden yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki paylar madde 70.1 (b) bendinde belirtildiği üzere, “işletmenin, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9 numaralı maddelerinde tarif edilen parçaları toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması” durumunda Maliyet (Net Aktif Değer) Yaklaşımı uygulanmaktadır. Bulls GSYO, bir Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olduğundan Maliyet (Net Aktif Değer) Yaklaşımının işbu Fiyat Tespit Raporu’nda gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasına dahil edilmesi uygun görülmüştür.

27.11.2024 tarihli Özel Bağımsız Denetçi 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.

Tablo 1
BULLS GSYO FİNANSAL YATIRIMLAR

(TL)	1.Oca.24	Alımlar/ (Satımlar)	Değerleme Artışı	Değerleme Azalışı	30.09.2024
Mevcut Finansal Yatırımlar (01.01.2024 Öncesi)	2.149.273.127	-903.393.167	3.104.950	-347.491.731	901.493.179
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 Parekende 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 Onkolojik 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.Port.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
Mediaz Yeni Medya ve Teknoloji Yatırımları	50.200.854	21.567.313		-27.272.131	44.496.036
Sportt Spor Yatırımları A.Ş	10.969.178		1.802.210		12.771.388
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
Yeni Finansal Yatırımlar (01.01.2024 Sonrası)					626.555.371
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
Toplam Finansal Yatırımlar	2.149.273.127	1.165.109.499	452.235.553	-578.380.782	3.188.237.397

Kaynak: 27.12.2024 Tarihli Fiyat Tespit Raporu

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 (3.250.437.275 TL) esas alınarak hesaplanmıştır.

Tablo 2
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
BİST'de İşlem Gören Paylar & Yatırım Fonları	-	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 Kısım	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 : 27.12.2024 Tarihli Fiyat Tespit Raporu

3.2 Çarpan Analizi

3.2.1 Yurtiçi arpan Analizi

Piyasa arpanları Yönetimde, Karşılaştırılabilir Benzer Firmalar olarak nitelendirilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları A.Ş.’nin yanı sıra, İhraççı, GSYO Tebliğı’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 arpan analizinde kullanılmasına karar verilmiştir.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları kapsamında, Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (GOZDE), Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HDFGS), HUB Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (HUBVC), ICU Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ICUGS), İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (ISGSY), Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (PRDGS) ve Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (VERTU) incelenmiş ve çarpan analizinde dahil edilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu’nun hazırlanma tarihinden (27.12.2024) bir iş günü önce (26.12.2024) piyasa kapanışları üzerinden Finnet Veri Tabanından sağlanan Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) arpanları yukarıda yer alan Karşılaştırılabilir Firmalar için belirlenmiştir. Piyasa Değeri işbu 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.

Öte yandan, çarpan analizi yönteminde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO) şirketlerinin proje odaklı çalışması ve projeden çıkış stratejilerinin olması, gelirlerinin yatırım yaptıkları şirketlere bağı olması, düzenli ve öngörülebilir bir nakit akışına sahip olmaması, gelirlerinin dönersellik arz etmesi gibi sebepler firma çarpanlarında yüksek derecede 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 değereleme çalışmasında kullanılmamıştır.

Borsa İstanbul’da işlem gören Karşılaştırılabilir GSYO Şirketleri’nin özet verilerini içerir tablo aşağıda yer almaktadır:

Tablo 3 Karşılaştırılabilir Benzer Firmalar

Firma Adları	Borsa Kodu	Pd/DD	Piyasa Değeri (000.000 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
Ortalama		0,75	2.733

Kaynak : 27.12.2024 Tarihli Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılabilir Benzer Firmaların “ortalama” PD/DD çarpanı yukarıdaki Tablo’da yer aldığı gibi 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.

Tablo 4 Piyasa Çarpan Analizi (TL)

Çarpan Tanımı	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş Özkaynaklar	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye Değeri
PD/DD	0,75	3.250.437.275	2.430.978.614	100,00%	2.430.978.614
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri					2.430.978.614
Sermaye					200.000.000
Pay Fiyatı					12,15

Kaynak : 27.12.2024 Tarihli Fiyat Tespit Raporu

3.3 Değerleme Yöntemi Sonucu

Değerleme çalışmasında Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analiz Yöntemleri incelenmiştir. NAD yöntemine %75 ve Piyasa Çarpanları yöntemine %25 oranlarında ağırlık verilen değerlendirme çalışmamızda 3.045.572.610 TL halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Söz konusu hedef piyasa değeri, halka arz öncesi sermayeye (200.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi pay değeri 15,23 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 12,18 TL’lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Tablo 5 Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1- Net Aktif Değer (NAD) Yöntemi			
- Özkaynaklar	3.250.437.275	75,00%	2.437.827.956
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Karşılaştırılabilir Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı (x)	0,75		
- Özsermaye Değeri (Özkaynaklar * PD/DD)	2.430.978.614	25,00%	607.744.653
<i>Özkaynaklar</i>	<i>3.250.437.275</i>		
NDA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	3.250.437.275	75,00%	2.437.827.956
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.430.978.614	25,00%	607.744.653
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri		100,00%	3.045.572.610
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			<i>200.000.000</i>
Pay Başına Özsermaye Değeri			15,23
<i>İskonto Oranı</i>			<i>20,00%</i>
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			2.436.458.088
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			12,18

Kaynak : 27.12.2024 Tarihli Fiyat Tespit Raporu

4. HALKA ARZ SONUÇLARI

Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (“Şirket”) paylarının halka arzına ilişkin talep toplama işlemleri, “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” ile Borsa İstanbul Birincil Piyasa’da, 14-17 Şubat 2025 tarihlerinde gerçekleşmiştir.

Şirket’in çıkarılmış sermayesinin 200.000.000 TL’den tamamı nakit karşılığı olarak 268.000.000 TL’ye artırılması ve 4.500.000 TL’lik ortak satışı nedeniyle toplam 72.500.000 TL nominal değerli 72.500.000 adet pay ihraç edilmiştir. Şirket paylarının halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı 12,18 TL olarak açıklanmış olup, belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 883.050.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Borsa İstanbul tarafından paylaşılan verilere göre talep sonucunda halka arz büyüklüğünün toplamda 2,86 katına denk gelen 2.521.786.663 TL karşılığı filtre edilmemiş 207.043.240 TL nominal değerli talep gelmiştir. Halka arzda toplamda 171.190 yatırımcıya dağıtım yapılmıştır.

Şirket paylarının halka arzında yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 6 Halka Arz Dağıtım Sonuçları

Yatırımcı Grubu	Kişi Sayısı	Nominal Değer (TL)	Oran (%)
Yurt İçi Bireysel	171.029	39.875.000	55,00
Yurt İçi Kurumsal	58	29.000.000	40,00
Bulls Grubu Çalışanları	103	3.625.000	5,00
TOPLAM	171.190	72.500.000	100,00

Kaynak :KAP

5. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirket, paylarının 21.02.2025 tarihinde Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasının ardından 30.10.2025 tarihinde 2025 yılı dokuz aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket’in 30 Eylül 2025 tarihinde sona eren yıla ait finansal tablolarında “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama (“TMS 29”) Standardı” uygulanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7 Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu

(TL)	Sınırlı Bağımsız Denetimden Geçmiş 30.09.2025	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2024
DÖNEN VARLIKLAR	1.163.431.217	76.855.619
Nakit ve Nakit Benzerleri	41.194.978	73.255.829
Finansal Yatırımlar	1.103.130.832	-
Diğer Alacaklar	2.422.85	775.061
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.422.85	775.061
Peşin Ödenmiş Giderler	193.104	61.779
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	193.104	61.779
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	16.388.082	2.762.950
Diğer Dönen Varlıklar	101.36	-
DURAN VARLIKLAR	5.352.546.388	4.613.034.246
Diğer Alacaklar	-	11.226
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	-	11.226
Finansal Yatırımlar	5.331.917.655	4.589.148.19
Maddi Duran Varlıklar	6.051.226	6.676.825
Kullanım Hakkı Varlıkları	6.729.726	17.030.829
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.847.781	134.296
Peşin Ödenmiş Giderler	-	32.88
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	-	32.88
TOPLAM VARLIKLAR	6.515.977.605	4.689.889.865
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	8.027.951	11.275.663
Kısa Vadeli Borçlanmalar	192.770	90.607
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	6.895.921	10.111.467

Ticari Borçlar	178.593	50.667
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	311.949	328.895
Diğer Borçlar	448.718	694.027
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.843.311	15.293.575
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.423.708	15.062.231
Uzun Vadeli Karşılıklar	419.603	231.344
ÖZKAYNAKLAR	6.506.106.343	4.663.320.627
Ödenmiş Sermaye	268.000.000	200.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	337.308.349	327.814.315
Pay Sahiplerinin İlave Sermaye Katkıları	-	-
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	939.224.301	75.320.491
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	27.023	73.369
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	56.708.250	764.156
Geçmiş Yıllar Karları /(Zararları)	4.006.237.942	2.323.282.401
Net Dönem Karı/(Zararı)	898.600.478	1.736.065.895
TOPLAM KAYNAKLAR	6.515.977.605	4.689.889.865

Kaynak : KAP

Şirket'in "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama ("TMS 29") Standardı" uygulanan 30.09.2025 tarihli Gelir Tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 8	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu			
(TL)	Sınırlı Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01 -30.09.2025	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.07-30.09.2025	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01-30.09.2024	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.07-30.06.2024
Hasılat	1.113.729.174	920.771.955	3.065.064.307	1.712.232.532
Satışların Maliyeti (-)	(629.144.319)	(571.755.766)	(379.661.373)	(61.009.044)
Brüt Kar/Zarar	484.584.855	349.016.189	2.685.402.934	1.651.223.488
Genel Yönetim Giderleri (-)	(40.527.075)	(11.337.510)	(35.193.625)	(10.750.178)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.106.081.024	480.296.517	604.554.097	(1.106.725.590)
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(312.737.480)	45.276.555	(770.957.857)	(360.303.503)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	1.237.401.324	863.251.751	2.483.805.549	173.444.217
Finansman Öncesi Faaliyet K/Z	1.237.401.324	863.251.751	2.483.805.549	173.444.217
Finansman Gelirleri	-	-	-	-
Finansman Giderleri (-)	(1.375.927)	(338.816)	(5.643.158)	(2.339.306)
Net Parasal Pozisyon Kayıp Kazançları	(337.424.919)	(265.269.556)	(1.072.998.924)	(208.520.319)
Vergi Öncesi Kar	898.600.478	597.643.379	1.405.163.467	(37.415.408)
Net Dönem Karı/Zararı	898.600.478	597.643.379	1.405.163.467	(37.415.408)

Kaynak: KAP

Bulls GSYO'nun A1 Capital tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 30.09.2024 tarihli Net Aktif (Özkaynak) Değeri dikkate alınmıştır. 31.12.2024 ve 30.09.2025 bilanço dönemleri itibarıyla gerçekleşen Net Aktif (Özkaynak) Değerleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama (TMS 29) Standardı" altında raporlanan finansal tablolara göre Şirket'in Net Aktif Değeri 31.12.2024 tarihi itibarıyla 4.663.320.627 TL düzeyinde gerçekleşmiştir. 30.09.2025 tarihinde 31.12.2024 tarihine göre dokuza aylık bazda %39,5 oranında artarak **6.506.106.343 TL**'ye ulaşan Net Aktif Değerin yıllık bazda büyüme

oranı 30.09.2024 tarihli Bağımsız Denetimden Geçmiş finansal tablolar mevcut olmadığından hesaplanamamıştır. 11.02.2025 tarihinde KAP'ta yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Net Aktif Değer ve/veya Özkaynaklara yönelik herhangi bir projeksiyon çalışması yapılmamıştır.

6. HALKA ARZ SONRASI ÖNEMLİ GELİŞMELER

Şirket Yönetim Kurulu 13/06/2025 tarihinde Deba Atık Yönetimi ve Elektrik Üretimi Yatırım San. Tic. A.Ş.'ne pay devri yoluyla Şirket tarafından iştirak edilerek yatırım yapılmasına karar vermiştir. Bu kapsamda, Deba Atık Yönetimi ve Elektrik Üretimi Yatırım San. Tic. A.Ş sermayesinin %3,76'sına tekabül eden 678.561,42 adet pay 1.502.496,92- USD tutarındaki devir bedeli karşılığında Deba Atık'tan devralınmıştır.

Şirket Yönetim Kurulu 17/06/2025 tarihinde Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. 'ne ("Altınay Savunma") pay devri yoluyla iştirak edilerek yatırım yapılmasına karar vermiştir. Altınay Savunma Teknolojileri A.Ş. sermayesinin %1,77'sine tekabül eden 4.166.666 adet halka kapalı nama yazılı pay, 249.999.960,00 TL tutarındaki devir bedeli karşılığında Altınay Savunma'nın mevcut pay sahiplerinden Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'ndan devralınmıştır.

Şirket Yönetim Kurulu 07/07/2025 tarihinde toplanarak, Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Milres Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na 68.965.973,31- TL bedel karşılığında 31.701.541 adet katılma payının iade edilmesine oy birliği ile karar vermiştir.

Şirket Yönetim Kurulu 11/07/2025 tarihinde RE-PIE Portföy Yönetimi Anonim Şirketi tarafından kurulan ve yönetilen RE-PIE Portföy Yönetimi A.Ş. Secondary Girişim Sermayesi Yatırım Fonu 41.644 adet katılma payının iade edilmesine, Fona iade edilen 41.644 adet katılma payı karşılığında oluşacak bedelin Şirket'e ödenmesine oy birliği ile karar vermiştir.

TGS Dış Ticaret A.Ş.'nin (TGSAS) 15.000.000 Türk Lirası ödenmiş sermayesinde, pay sahipleri Ali TANRIVERDİ, Burak TANRIVERDİ, Çağla POLAT ("Saticılar") tarafından, sahip oldukları ve toplamda şirket sermayesinin %42,24'üne tekabül eden 120.000.000 adet (A) Grubu ve 513.705.000 adet (B) grubu paylar için; %4,45 oranında ve 66.705.789,47 adet Re Pie Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., %26,12 oranında ve 391.896.513,16 adet Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. ve Özel Portföy Yönetimi Hizmeti Verilen Müşterileri, %6,67 oranında ve 100.058.684,21 adet Tera Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve %5 oranında ve 75.044.013,16 adet Bulls Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. tarafından toplam 19.000.000 (on dokuz milyon) ABD Dolarının ödenerek devir alınmasına yönelik olarak anlaşmaya varılmış ve 04.08.2025 tarihinde "Pay Devir Sözleşmesi" imzalanmıştır.

Şirket Yönetim Kurulu 05/08/2025 tarihinde Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi Anonim Şirketi tarafından kurulan ve yönetilen Letven Capital Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. Timus Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na ("GSYF") yatırım yapılmasına; söz konusu yatırım kapsamında, GSYF'nin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanan fon bilgilendirme dokümanlarındaki esaslar çerçevesinde 69.652.822 adet katılma payları karşılığında, Şirket tarafından toplam 74.999.999,49.-TL tutarında alım talimatında bulunulmasına ve fon bilgilendirme dokümanları çerçevesinde tespit edilecek kesin alım bedelinin tamamının, GSYF'ye nakden ödenmesine, oy birliği ile karar vermiştir.

ÇAN2 TERMİK A.Ş. (CANTE) ortaklarından Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.'nin sahip olduğu Şirket sermayesinin toplamda %10,71'ine karşılık gelen 750.000.000 TL nominal değerli CANTE payları, Bulls GSYO (Satıcı Üye) aracılığıyla Toptan Alış Satış İşlemlerine İlişkin Prosedür kapsamında 14.08.2025 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş.'nin Toptan Satışlar Pazarı'nda satılmıştır.

TGS DIŞ TİCARET A.Ş. (TGSAS) ortaklarından Ali TANRIVERDİ, Burak TANRIVERDİ ve Çağla POLAT'ın sahip olduğu Şirket sermayesinin toplamda %22,12'sine karşılık gelen 1.200.000 TL nominal değerli A Grubu ve 2.118.208 TL nominal değerli B Grubu olmak üzere toplam 3.318.208 TL nominal değerli TGSAS payları, Bulls GSYO (Satıcı Üye) aracılığıyla 01.09.2025 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş.'nin Toptan Satışlar Pazarı'nda satılmıştır.

CW ENERJİ MÜHENDİSLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş. (CWENE) ortaklarından Tarzan Tarık SARVAN'ın sahip olduğu ve Şirket sermayesinin toplamda %19'una karşılık gelen 190.000.000 TL nominal değerli B Grubu CWENE payları, Bulls GSYO (Satıcı Üye) aracılığıyla (Satıcı Üye) 29.09.2025 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş.'nin Toptan Satışlar Pazarı'nda satılmıştır.

Şirket Yönetim Kurulu 29/09/2025 tarihinde Nurol Portföy Yönetimi A.Ş. Beşinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na ("GSYF") yatırım yapılmasına bu kapsamda toplam 62.500.000.-TL tutarında alım talimatında bulunulmasına ve fon bilgilendirme dokümanları çerçevesinde tespit edilecek kesin alım bedelinin tamamının, Nurol Portföy Yönetimi A.Ş. Beşinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na nakden ödenmesine oy birliği ile karar verilmiştir.

Şirket Yönetim Kurulu 08.10.2025 tarihinde Fame Yazılım Anonim Şirketi 'ne ("Fame Yazılım") sermayesinin %2,02'sine takabül eden 44 adet B grubu paylar karşılığında toplam 100.000 USD tutarında yatırım yapılmasına oy birliği ile karar vermiştir.

Şirket Yönetim Kurulu 04/11/2025 tarihinde Re-Pie Portföy Yönetimi A.Ş. tarafından yönetilen Perakende Teknolojileri Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'na ("Fon") toplam 2.544.088 -USD karşılığı 106.788.348,21- TL yatırım yapılmasına oybirliği ile karar vermiştir.

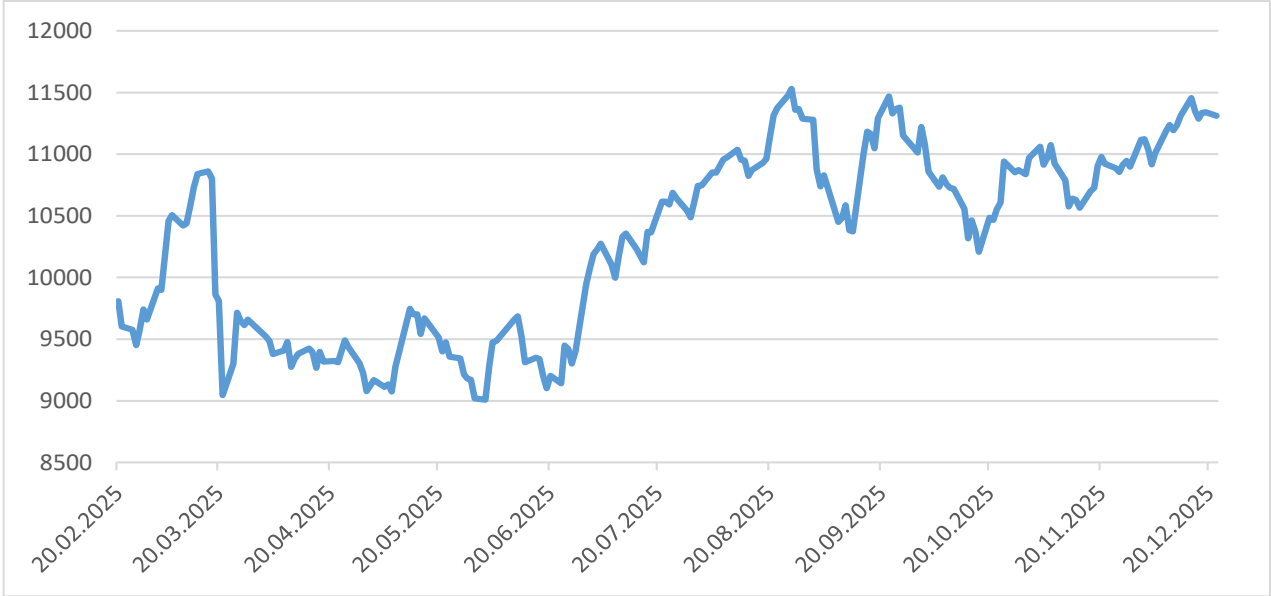
7. HALKA ARZ SONRASI FİYAT HAREKETLERİ

17 Şubat 2025 tarihinde 12,18 TL pay fiyatı seviyesinde halk arzı tamamlanan BULGS payları, Borsa İstanbul'da 21 Şubat 2025 tarihinde 13,39 TL fiyat seviyesinden işleme açılmıştır. Şirket paylarının işlem görmeye başladığı tarihten itibaren işbu 2. Değerlendirme Raporu'nun yayınlandığı 23 Aralık 2025'ten 1 iş günü önceki (22 Aralık 2025) borsa kapanış fiyatı 43,48 TL'dir. BULGS paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 21 Şubat 2025 tarihinden itibaren hisse performansı incelenmiştir.

8. HALKA ARZ SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

BULGS paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı 21 Şubat 2025 tarihinden itibaren BIST100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

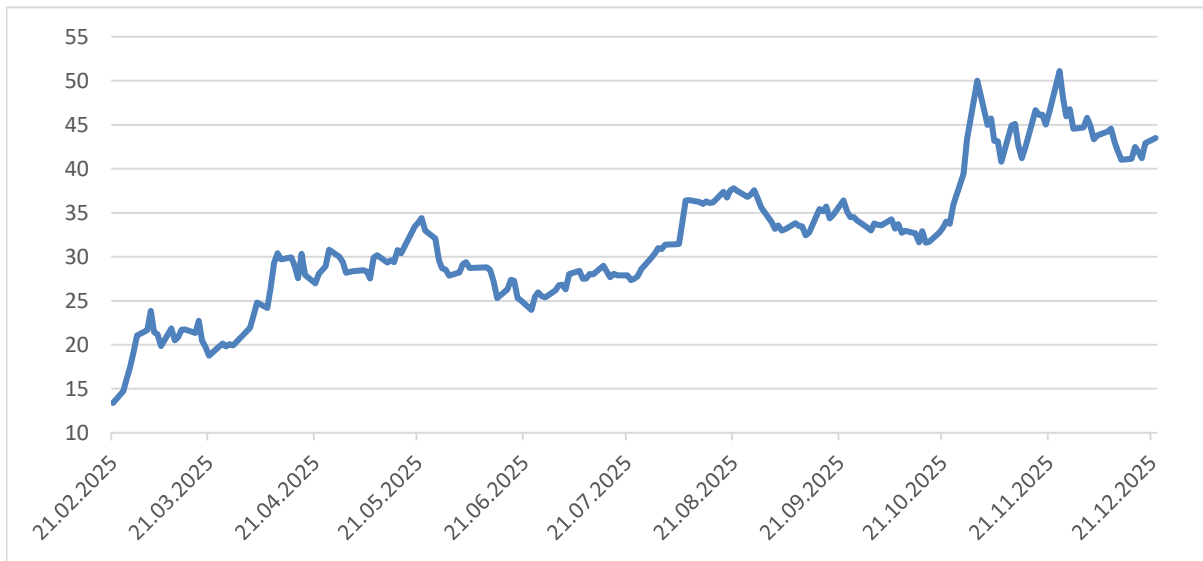
Grafik 1 - BİST 100 Endeksi



Kaynak : Bloomberg

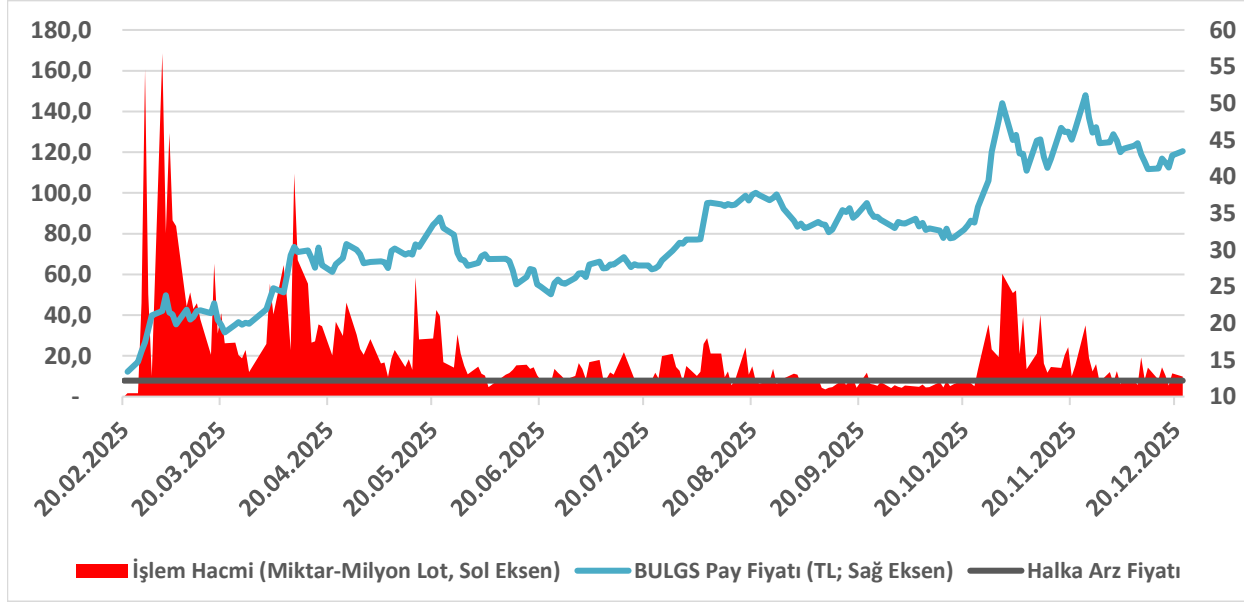
BULGS paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Grafik 2 – BULGS Pay Fiyatı



Kaynak : Bloomberg

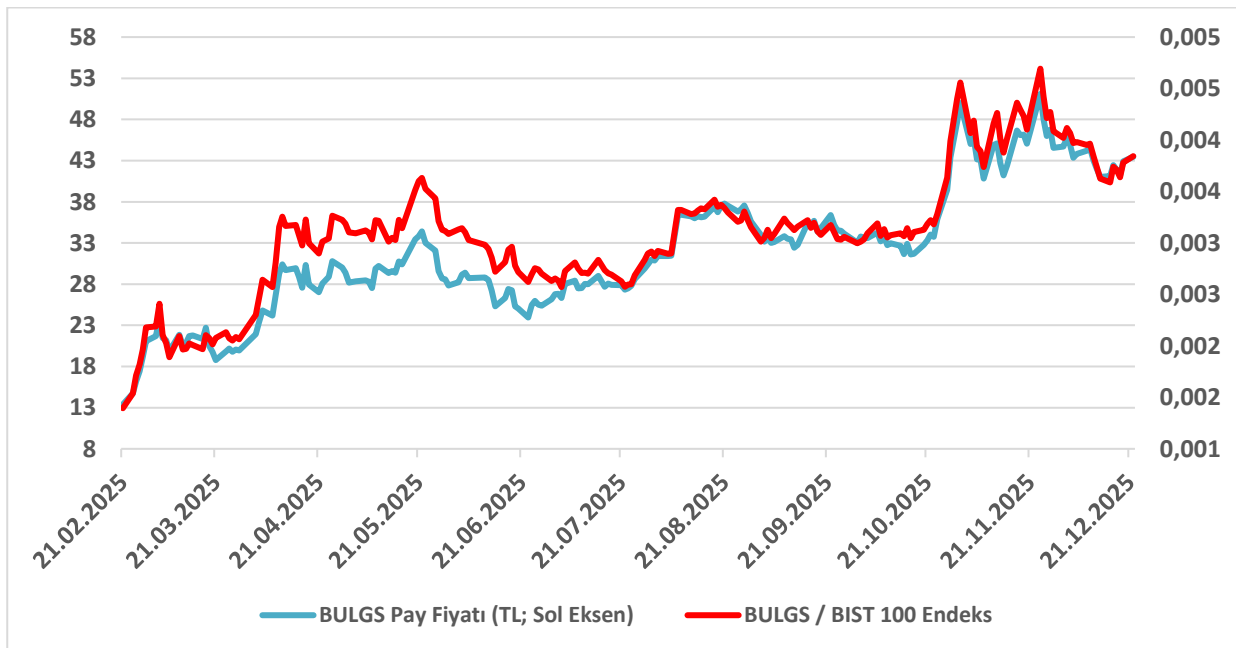
Grafik 3 – BULGS Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak : Bloomberg

BULGS pay fiyatının BIST100 endeksine göreli performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Grafik 4 – BULGS / BİST 100 Endeksi Göreceli Performans



Kaynak : Bloomberg

17 Şubat 2025 tarihinde 1,00 TL nominal değerli pay başına 12,18 TL fiyat seviyesinden halka arz edilen ve 21 Şubat 2025 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan BULGS payları, 22 Aralık 2025 tarihindeki Borsa İstanbul kapanışına kadar geçen sürede halka arz fiyatına göre %257,0 oranında artarak 22 Aralık 2025 tarihi itibarıyla 43,48 TL seviyesindeki fiyatla kapanmıştır. BULGS paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından bir iş günü önce, 20 Şubat 2025 tarihinde 9.807,50 seviyesinde kapanan BIST100 endeksi 22 Aralık 2025 tarihi itibarıyla 11.311,06 seviyesinde kapanmıştır. Bu tarihler arasında BULGS'nin pay fiyatı halka arz fiyatı olan 12,18 TL'ye göre %257,0 oranında artış gösterirken, BIST100 endeksi ise Şirket'in işlem gördüğü dönem boyunca %15,3 oranında artmıştır. BULGS hisse senedinin halka arz edildiği günden bu yana BIST100 endeksine relatif getirisi '**artı**' **%209,5** seviyesinde gerçekleşmiştir.