



**Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve
Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin Denetimden Sorumlu Komite Tarafından
Hazırlanan Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

8 Mart 2023

1.Raporun Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Şirket) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan *"Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir."* hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

2.Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") tarafından 09.07.2021 tarihinde hazırlanan ve 06.08.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değer tespitiinde Uluslararası Değerleme Standartları'nda (UDS) yer alan Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) yöntemi kullanılmış, Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) yöntemi ise bilgi amaçlı ek olarak verilmiştir.

Şirket'in piyasa değeri (PD)/Net Kâr çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçların ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. PD/Net Kar çarpanı, Fiyat Kazanç (F/K) çarpanı olarak da kullanılmakta ve finansal getirilerini yansıtarak oluşan piyasa değerine işaret etmektedir. Diğer yandan FAVÖK çarpanı da Şirket'in operasyonel kârlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır.

Halka Açık Benzer Şirket Analizi Değerleme Sonucu

Halka açık benzer şirket çarpan analizi için hem Borsa İstanbul'da işlem gören hem de yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin PD/Net Kâr Çarpanı ve FD/FAVÖK Çarpanı analizleri sonucunda bulunan piyasa değerleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

Çarpan Analizi Sonuçları		
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	%60	839.961.675
Yurtdışı Benzer Şirketler	%40	1.011.843.105
Ortalama Değer		908.714.247

Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi piyasa değeri 908,7 milyon TL ve birim pay değeri 11,36 TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değere uygulanan %19,9 halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 728 milyon TL ve halka arz birim pay değeri 9,10 TL olarak belirlenmiştir.

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa ve Birim Pay Değeri	
Nominal Sermaye Tutarı, TL	80.000.000
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri, TL	908.714.247
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Birim Pay Değeri, TL	11,36
Halka Arz İskonto Oranı	%19,9
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri, TL	728.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	9,10

Rapora bilgi amaçlı ek olarak verilen indirgenmiş nakit akımları analizinin çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır.

Kârlılık Tahminleri

TL	2021	2022	2023	2024	2025
Hasılat	660.754.302	775.421.629	918.603.428	1.096.170.475	1.340.122.709
Satışların Maliyeti	(538.365.943)	(629.814.039)	(744.114.545)	(882.446.940)	(1.075.594.326)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%81,5</i>	<i>-%81,2</i>	<i>-%81,0</i>	<i>-%80,5</i>	<i>-%80,3</i>
Brüt Kar	122.388.359	145.607.590	174.488.883	213.723.535	264.528.383
<i>Brüt kar marjı, %</i>	<i>%18,5</i>	<i>%18,8</i>	<i>%19,0</i>	<i>%19,5</i>	<i>%19,7</i>
Faaliyet Giderleri	(22.405.994)	(25.206.743)	(28.357.586)	(31.902.284)	(35.890.070)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%3,4</i>	<i>-%3,3</i>	<i>-%3,1</i>	<i>-%2,9</i>	<i>-%2,7</i>
Genel Yönetim Giderleri	(21.964.952)	(24.710.571)	(27.799.393)	(31.274.317)	(35.183.606)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%3,3</i>	<i>-%3,2</i>	<i>-%3,0</i>	<i>-%2,9</i>	<i>-%2,6</i>
Pazarlama Giderleri	(441.042)	(496.172)	(558.193)	(627.967)	(706.463)
<i>Hasılat Oranı, %</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>	<i>-%0,1</i>
FVÖK	99.982.365	120.400.847	146.131.297	181.821.251	228.638.313
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>%15,1</i>	<i>%15,5</i>	<i>%15,9</i>	<i>%16,6</i>	<i>%17,1</i>
Amortisman	8.114.267	7.888.899	7.581.529	7.350.631	7.189.703
FAVÖK	108.096.632	128.289.747	153.712.825	189.171.882	235.828.016
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%16,4</i>	<i>%16,5</i>	<i>%16,7</i>	<i>%17,3</i>	<i>%17,6</i>

İNA Çalışması Sonucu

TL	2021	2022	2023	2024	2025	Devam eden değer
FVÖK	99.982.365	120.400.847	146.131.297	181.821.251	228.638.313	
Vergi gideri	(22.995.944)	(25.284.178)	(26.303.633)	(32.727.825)	(45.727.663)	
Vergi sonrası FVÖK	76.986.421	95.116.669	119.827.664	149.093.426	182.910.650	
Amortisman ve itfa	8.114.267	7.888.899	7.581.529	7.350.631	7.189.703	
İşletme sermayesindeki değişim	(6.575.355)	(12.134.257)	(12.104.043)	(8.460.475)	(13.668.181)	
Yatırımlar	(3.167.888)	(2.613.508)	(1.829.455)	(1.875.192)	(1.922.071)	
Serbest nakit akımı	75.357.445	88.257.804	113.475.694	146.108.390	174.510.101	1.329.692.909
Devam eden büyüme oranı	%5,0					
İskonto faktörü	%18,8	0,92	0,78	0,65	0,55	0,46
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	52.279.285	68.418.313	74.058.974	80.241.829	80.686.678	614.798.245

TL

İNA toplamı	355.685.080
Devam eden değer	614.798.245
Firma Değeri	970.483.326
Net finansal borç	70.319.751
Piyasa Değeri	900.163.575

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 970 milyon TL ve Piyasa Değeri 900 milyon TL'dir. İNA ile bulunan Piyasa Değeri'ne göre hesaplanan birim pay değeri **11,25 TL**'dir.

3.Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat Tespit Raporu'nda 2022 yılına ilişkin mevcut tahminler ve 2022 yılı 12 aylık gerçekleşen verileri aşağıdaki gibidir.

TL	2022 (T)	2022/12 (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	775.421.629	1.362.282.837	175,68
Satışların Maliyeti	629.814.039	1.189.946.169	188,94
Brüt Kâr	145.607.590	172.336.668	118,36
Faaliyet Giderleri	25.206.743	49.521.271	196,46
FAVÖK	128.289.747	127.239.692	99,18

Buna göre, Şirket'in 2022 yılı 12 aylık döneminde 1.362,2 milyon TL olarak gerçekleşen hasılatı 2022 yıl sonu için tahmin edilen 775,4 milyon TL'nin üzerinde gerçekleşmiştir. 2022 yılı 12 aylık döneminde yeni alınan 117 milyon ABD doları tutarındaki projelerin sonucu hasılatta önemli artış yaşanmış, 2022/12 itibarıyla Backlog rakamı 1.885 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in 2022 yılı 12 aylık dönemde gerçekleşen hasılatı, tahmin edilen hasılatın %75,68 üzerinde gerçekleşmiştir. 2022 yılı on iki aylık dönemde brüt kâr tutarı tahmin edilen tutarın %18,36 üzerinde, FAVÖK tutarı ise; faaliyet giderlerinin

önemli ölçüde artırmasına karşılık, Şirket'in aldığı önlemlerin etkisiyle 2022 tahminlerine göre %0,82 altında gerçekleşmiştir.

Şirket ve bağlı ortaklığının devam eden projeleri aşağıda yer almaktadır;

- Ziraat Bankası Genel Müdürlüğü
- Borsa İstanbul İstanbul Finans Merkezi Ofisi – Faz 2
- Çiftçi Towers
- Medipol Acıbadem Hastanesi
- Vakıfbank Genel Müdürlüğü Faz 2
- Trendyol Ankara Lojistik Aktarma Merkezi Projesi
- Çukurova Havalimanı
- Perspektif Akzirve Konut Projesi
- Acarlar Verde Konut Projesi
- Amazon Tuzla Depo
- Gaziantep Şehir Hastanesi
- Kalyon Güneş Paneli Fabrikası
- Kalyon Güneş Paneli Fabrikası – Faz 3
- Ankara Balgat Karma Konut Projesi

4.Sonuç ve Değerlendirme

Şirket'in yüklenici ve/veya alt yüklenici sıfatıyla üstlendiği yıllara yaygın ısıtma ve soğutma sistemleri ile mekanik ve elektrik tesisatı inşaatı işleri ile ilgili sözleşmeleri tamamlanma oranı dikkate alınarak hasılatla yansıtılmaktadır. Dolayısıyla hasılatdaki artış veya azalışlar üstlenilen projelerin fiziki tamamlanma derecesine ve projenin sözleşme bedeline göre dönemler itibarıyla değişiklik göstermektedir. 2022 yılı 12 aylık dönemde Şirket hasılat hedefinin %75,68 üzerinde hasılat gerçekleşmiştir. Brüt kâr tutarı ise tahmin edilen tutarın %18,36 üzerinde oluşmuş, FAVÖK tutarı ise sadece %0,82 altında kalmıştır.

Şirket'in güçlü finansal yapısı, büyüme stratejileri doğrultusunda, 2022 yılı 12 aylık dönemde yeni aldığı proje sayısının ve proje büyüklüğünün artmasıyla, 2022 yılı 12 aylık dönemde 2022 yılsonu için tahmin edilenin üzerinde hasılat rakamına ulaşmıştır. Sonuç olarak; Şirket'in 01.01.2022- 31.12.2022 tarihli 12 aylık dönem sonuçlarının halka arz fiyat tespit raporu ekinde bilgi amaçlı olarak bulunan 2022 yılı 12 aylık dönem için esas alınan varsayımların FAVÖK hariç üzerinde gerçekleştiği tespit edilmiştir.

Saygılarımızla,

DENETİMDEN SORUMLU KOMİTE

Alev DUMANLI
Başkan

Gültekin PORTİOĞLU
Üye