

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("QNB Yatırım") **Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.** ("Şirket" veya "İhraççı") için 18.11.2024 tarihinde hazırladığı ve 31.12.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İhraççı
Halka Arz Öncesinde Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL
SPK Onay Tarihi	26.12.2024
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Tarihleri	8-9-10/01/2025 (3 Gün)
Halka Arz Fiyatı	125,00 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	32.300.000 TL / B Grubu - Sermaye Artışı: 22.600.000 TL - Ortak Satışı : 9.700.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa (Özsermaye) Değeri	46.889.443.896 TL
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz İskontolu (Piyasa) Özsermaye Değeri	37.500.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	322.600.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%10,01
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	6.460.000 TL / B Grubu
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%12,01
Halka Arz Büyüklüğü	4.037.500.000 TL (Ek Satış Dahil: 4.845.000.000 TL)
Borsa Kodu / Pazar	GLRMK.E / Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	16-17/01/2025
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmaktadır. Payların işlem görmeye başlamasından itibaren 10 süreyle, halka arzının tamamının gerçekleşmesi halinde 7.752.000 TL nominal tutar, halka arzın kısmen gerçekleşmesi halinde ise satılan nominal tutarın %20'si kadarlık bir fon ayrılacaktır.
Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	Şirket, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, taahhüt etmiştir. Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.
Azami Talep Tutarı	Talep adetleri 1 adet ve katları şeklindedir. Kurul Karar Organı'nın i- SPK-128.21 (30/03/2023 tarihli ve 20/412 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği yatırımcı

	bazında talepte bulunabilecek pay tutarı, söz konusu yatırımcının dahil olduğu gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %40 - Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar: %10 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %50
Fon Kullanım Yeri	- Makine ve Ekipman Alımı: %45-50 - KÖİ Projesi İşletme Sermayesi: %30-35 - Finansman Maliyetinin Azaltılması: %20-25
Dağıtım Şekli	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar : Eşit Dağıtım Yöntemi kullanılacaktır. Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara Dağıtım: Her bir Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı'ya verilecek pay miktarına Konsorsiyum Lideri tarafından karar verilecektir.

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Grup'un ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışında resmi ve özel kuruluşlara metro, demiryolu, tramvay, tünel, yol, köprü, baraj, çimento fabrikası, cam fabrikası, şeker fabrikası ve elektrik santralleri gibi anahtar teslim altyapı ve endüstriyel inşaat projelerinin yapılmasıdır. Grup ayrıca deniz, göl ve nehir tarama, atık su arıtma tesisleri ve içme suyu hatları (çevre projeleri) tasarlamakta, ihale kapsamına göre dışarıdan hizmet alımıyla tasarım hizmeti sunmakta ve inşa etmektedir. Grup'un temel faaliyet alanı ana iş kolunu temsil eden anahtar teslim ulaşım ve altyapı projeleri ile işletimini ve işletim süresi içinde de bakım onarımından sorumlu olduğu ulaşım sektörü yatırım projelerinden oluşmaktadır.

30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Şirket, faaliyetlerini genel merkezi Türkiye'nin yanı sıra Polonya, Romanya, İsveç, İsviçre, Filipinler, Kuzey Makedonya, B.A.E. ve Hindistan olmak üzere farklı coğrafyalarda bulunan 6 adet bağlı ortaklık, 26 adet adi ortaklık ve 7 şube ile sürdürmektedir. 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla Grup'un 31 adet devam eden projesi bulunmaktadır. Grup'un ulaşım ve altyapı projeleri 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla toplam gelirlerinin yaklaşık %64,82'sini oluşturan metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projeleri, %9,75'ini oluşturan demiryolu projeleri %24, 75'ini oluşturan otoyol projeleri ve %0,68'ini oluşturan diğer projeleri kapsamaktadır. Grup dünya çapında 300 kilometrenin üzerinde tünel, 120 yeraltı metro istasyonu ve 1.500 kilometreden fazla demiryolu/YHT hattı gerçekleştirmiştir.

4- Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Kar / Zarar Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Net Satışlar	18.717.396.779	21.022.803.182	24.900.529.383	16.033.130.036	21.183.440.883
Satışların Maliyeti	(18.704.198.768)	(20.597.737.551)	(22.286.601.242)	(14.983.466.139)	(18.476.912.984)
Brüt Kar	13.198.011	425.065.631	2.613.928.141	1.049.663.897	2.706.527.899
Faaliyet Karı/Zararı	1.433.694.147	1.074.026.967	2.889.169.568	1.842.877.497	2.577.377.162
Dönem Karı/Zararı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	397.902.741	2.666.468.956

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Karlılık Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Brüt Kar Marjı	0,1%	2,0%	10,5%	6,5%	12,8%
Faaliyet Kar Marjı	7,7%	5,1%	11,6%	11,5%	12,2%
Net Kar Marjı	3,5%	0,8%	6,2%	2,5%	12,6%

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	18.989.926.910	15.089.037.449	24.150.972.223	32.415.192.721
Duran Varlıklar	4.564.160.091	3.985.096.020	4.258.053.308	3.646.089.931
TOPLAM VARLIKLAR	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.348.455.850	11.057.412.687	15.759.147.751	22.832.568.760
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.123.114.452	3.419.312.826	7.586.612.613	6.210.038.572
Özkaynaklar	6.082.516.699	4.597.407.956	5.063.265.167	7.018.675.320
TOPLAM KAYNAKLAR	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı		Ek Satış Sonrası Hissedarlık Yapısı	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	34,68	104.040.000	32,25	104.040.000	32,25
	B	99.960.000	33,32	93.364.000	28,94	88.971.200	27,58
Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	16,32	48.960.000	15,18	48.960.000	15,18
	B	47.040.000	15,68	43.936.000	13,62	41.868.800	12,98
Halka Açık	B	-	-	32.300.000	10,01	38.760.000	12,01
TOPLAM		300.000.000	100,00	322.600.000	100,00	322.600.000	100,00

Kaynak: İzahname

6- Değerleme Çalışması Hakkında

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken “Gelir Yaklaşımı” ve “Pazar Yaklaşımı” sonucunda bulunan özsermaye değerleri kullanılmıştır.

1) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'nin hesaplanmasında; 2024/09 - 2032 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmıştır. Firma değeri projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle (AOSM) indirgenerek hesaplanmıştır. Bulunan Firma Değeri'ne net nakit eklenerek Şirket'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) %9,20 olarak hesaplanmıştır. Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %1,0 olarak kullanılmıştır.

İNA Özet Tablo (Avro; Milyon)	
Firma Değeri	1.306
Net Finansal Borç (-)	71
Özsermaye Değeri	1.377

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2) Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket değerinin hesaplanmasında, BİST'te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları GLRMK ile benzerlik gösteren benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Yurt İçi Benzer Şirketlerin çarpanı %30, Yurt Dışı Benzer Şirketlerin çarpanı ise %70 ağırlıklandırma ile nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir.

b) Yurt İçi Çarpan Analizi

FD / FAVÖK Çarpan Analizi	Milyon Avro
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	119,4
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	12,3x
Firma Değeri	1.471,3
Net Borç Pozisyonu	71,9
Özsermaye Değeri	1.542,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

b) Yurt Dışı Çarpan Analizi

FD / FAVÖK Çarpan Analizi	Milyon Avro
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	119,4
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı (x)	8,8x
Firma Değeri	1.047,0
Net Borç Pozisyonu	71,9
Özsermaye Değeri	1.117,9

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

c) Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Çarpan analizine göre değerlendirme sonuçlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in çarpan analizi yöntemiyle FD/FAVÖK çarpanlarına göre değeri **1.245.3 Milyon Avro** olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi (Milyon Avro)	Değer	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Değer
Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	1.542,3	30%	462,7
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	1.117,9	70%	782,6
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		100%	1.245,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3) Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları %40 ve halka açık yurt içi ve yurt dışı şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %60 oranlarında ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme Özeti	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Çarpan Analizine Göre Özsermaye Değeri (Milyon Avro)	1.245,3	60%	747,2
İNA Modeline Göre Özsermaye Değeri (Milyon Avro)	1.377,0	40%	550,8
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Milyon Avro)		100%	1.298,0
15.11.2024 Tarihli TCMB Avro/TL Alış Kuru			36,1255
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Milyon TL)		100%	46.889,4
Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)			300
Halka Arz İskontosu			20%
İskontolu Pay Fiyatı (TL)			125,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7- Genel Değerlendirme ve Sonuç:

Şirket'in değerlemesinde "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Çarpan Analizi" yöntemleri kullanılmış olup **46.889,4 Milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Şirketin pay başına değeri **156,30 TL** olarak hesaplanmıştır. **%20** halka arz iskontosu sonrasında pay başına değer ise **125,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Piyasa Çarpanları Yöntemine ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğu,

- 2025-2032 yılları arasında %9,2 olacağı varsayılan AOSM'nin makul olduğu, değerlendirilmektedir. Öte yandan,
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Özetle, %20 seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla hisse başına **125,00 TL** olarak hesaplanan halka arz pay fiyatının makul olduğu değerlendirilmiştir.

ÇEKİNCE

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPİTAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPİTAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.