

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

7 Ocak 2025



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi	4
3 Finansal Durum	5
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	6
4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	7
4.1.1 Yurt İçi Çarpan Analizi	7
4.1.2 Yurt Dışı Çarpan Analizi.....	8
4.1.3 Çarpan Analizi Değerleme Sonucu.....	8
4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları	9
4.3 Sonuç.....	10
5 Görüş	11
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	11
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	11
5.3 Sonuç.....	11

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, QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("QNB Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Gülermak Ağır Sanayi ve İnşaat Taahhüt A.Ş. ("Gülermak" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 18 Kasım 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	QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%10,01 (Ek Satış Hariç) %12,01 (Ek Satış Dahil)
Halka Arz Metodu (Ek Satış Hariç)	%70 Sermaye Artırımı %30 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	32.300.000 TL (Ek Satış Hariç) 38.760.000 TL (Ek Satış Dahil)
Ek Satış	6.460.000 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 Yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar : %40 Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar: %10 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %50
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirinin (ek satış dahil) %20'si ile 10 gün
Halka Arz Büyüklüğü	4.037.500.000 TL (Ek Satış Hariç) 4.845.000.000 TL (Ek Satış Dahil)
Talep Toplama	8-9-10 Ocak 2025
Halka Arz Fiyatı	125,00 TL
Bağımsız Denetçi	Eren Bağımsız Denetim A.Ş. (Grant Thornton)

Kaynak: İzahname

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
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

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Aralık (%)
Makine ve Ekipman Alımı	45 – 50
KÖİ Projesi İşletme Sermayesi	30 – 35
Finansman Maliyetinin Azaltılması	20 – 25
TOPLAM	100

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

İnşaat sektöründe kurulduğu günden bugüne büyük ölçekli ve karmaşık altyapı projelerinde faaliyet gösteren Şirket, uluslararası "Engineering Procurement and Construction" (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) ("EPC") yüklenicileri arasında yer almaktadır. Şirket'in ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışında 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. 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 Şirket'in 31 adet devam eden projesi bulunmaktadır.

Şirket kurulduğu 1976 yılından itibaren günümüze metro, tramvay, demiryolu, karayolu ve köprü gibi toplu taşıma ve raylı sistemler başta olmak üzere baraj, sulama sistemleri, sanayi tesisleri, su ve atık su sistemleri ve termik santraller gibi endüstriyel projeler ve çelik konstrüksiyon yapılar konusunda yerel ve uluslararası pazarda pek çok proje üstlenmiştir. Şirket, yerel ve uluslararası pazarlarda ve farklı sektörlerdeki projelerin hayata geçirilmesinde almış olduğu roller neticesinde inşaat sektörü içerisinde bilgi birikim ve iş deneyimi konusunda tecrübe kazanmıştır.

Şirket'in 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. Şirket'in faaliyetleri temel olarak (a) ulaşım ve altyapı projeleri ve (b) yatırım projeleri (işletme geliri elde edilecek uzun vadeli projeler) ile birlikte iki ana kola odaklanmaktadır. Şirket'in ulaşım ve altyapı projeleri 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla toplam gelirlerinin yaklaşık (1) %64,82'sini oluşturan metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projeleri, (ii) %9,75'ini oluşturan demiryolu projeleri (iii) %24,75'ini oluşturan otoyol projeleri ve (iv) %0,68'ini oluşturan diğer projeleri kapsamaktadır. Şirket özellikle son 25 yılda yerel ve uluslararası pazar ihtiyaçlarına paralel olarak ulaşım sektöründe toplu taşıma ve raylı sistemler anahtar teslim projelere yoğunlaşmış olup Şirket dünya çapında 300 kilometrenin üzerinde tünel, 120 yeraltı metro istasyonu ve 1.500 kilometreden fazla demiryolu / YHT hattı ve 40'tan fazla TBM'in kullanımı/işletilmesini (TBM'in proje başlangıcından itibaren kurulumu, çalıştırılması ve sökülme aşamalarını ifade etmektedir) gerçekleştirmiştir.

3 Finansal Durum

(TL)	BİLANÇO			
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/09/2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.080.152.563	2.371.781.902	6.032.717.288	7.918.181.426
Finansal Yatırımlar	4.832	3.490	400.902.783	370.147.821
Ticari Alacaklar	517.878.193	1.572.656.922	2.049.411.971	5.498.044.740
Diğer Alacaklar	280.042.819	262.450.717	1.441.254.946	1.429.042.242
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Alacakları	10.746.445.196	6.996.967.559	10.018.207.301	13.330.158.048
İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar	6.598.128	5.210.641	5.575.640	4.863.535
Stoklar	273.735.109	331.260.375	402.664.832	426.726.166
Peşin Ödenmiş Giderler	861.365.392	1.786.246.392	2.966.478.772	2.541.443.332
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	143.099.731	538.912.636	108.142.408	66.352.713
Diğer Dönen Varlıklar	809.119.508	936.496.375	725.616.282	830.232.698
Dönen Varlıklar	18.718.441.471	14.801.987.009	24.150.972.223	32.415.192.721
Satış Amaçlı Elde Tutulan Varlıklar	271.485.439	287.050.440	-	-
Finansal Yatırımlar	1.774.938	1.346.835	641.478	1.179.371
Ticari Alacaklar	251.009.878	96.586.211	14.496.040	2.123.307
Diğer Alacaklar	126.532.739	141.932.169	17.198.707	13.967.294
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	136.697.127	355.515.099	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	15.519.182	15.519.182	15.519.182	110.830.548
Maddi Duran Varlıklar	1.486.188.730	1.575.087.682	1.684.964.456	1.643.546.679
Kullanım Hakları	839.119.681	635.545.094	392.205.334	324.985.211
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.731.735	14.401.017	10.351.322	12.574.674
İmtiyaz Sözleşmelerine İlişkin Finansal Varlıklar	39.588.736	26.053.186	22.302.550	14.590.595
Peşin Ödenmiş Giderler	705.687.679	379.823.528	567.574.059	576.710.764
Ertelenmiş Vergi Varlığı	943.309.666	743.286.017	1.532.800.180	945.581.488
Duran Varlıklar	4.564.160.091	3.985.096.020	4.258.053.308	3.646.089.931
Varlıklar	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.426.753	928.446.457	767.225.895	1.921.056.761
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	103.507.321	36.382.391	40.084.435	33.334.352
Ticari Borçlar	6.559.982.746	4.572.403.767	6.982.052.310	5.861.551.384
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	128.172.451	199.851.996	156.029.997	266.423.234
Diğer Borçlar	918.060.106	706.448.279	926.410.550	684.610.088
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	1.982.411.487	2.005.364.977	2.596.305.727	1.488.661.321
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	205.239	158.979.540	214.341.170	98.370.618
Kısa Vadeli Karşılıklar	584.922.101	449.373.215	492.603.460	642.112.325
Ertelenmiş Gelirler	2.744.230.965	1.842.834.653	2.904.215.368	11.679.803.430

(TL)	BİLANÇO			
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/09/2024
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	285.485.326	97.205.066	679.878.839	156.645.247
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.308.404.495	10.997.290.341	15.759.147.751	22.832.568.760
Satış Amaçlı Elde Tutulan Yükümlülükler	40.051.355	60.122.346	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	133.885.799	1.976.842.921	3.252.904.051
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	261.833.817	79.153.807	74.815.890	12.540.243
Ticari Borçlar	48.005.583	11.437.869	22.034.962	13.076.155
Diğer Borçlar	649.363.090	64.877.244	74.228.892	91.382.596
Uzun Vadeli Karşılıklar	47.439.464	43.551.696	64.948.257	51.363.077
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.384.874.428	941.655.207	1.553.600.857	1.590.162.876
Ertelenmiş Gelirler	1.731.598.070	2.144.751.204	3.820.140.834	1.198.609.574
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.123.114.452	3.419.312.826	7.586.612.613	6.210.038.572
Ödenmiş Sermaye	80.000.000	80.000.000	80.000.000	300.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	809.379.186	809.379.186	809.379.186	589.379.186
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	4.410.257	(883.890)	(1.767.755)	(1.678.968)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	1.390.059.401	35.547.025	(1.650.347.233)	(2.361.494.823)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	133.487.698	141.139.144	145.119.084	145.119.084
Geçmiş Yıllar Karları	3.001.847.866	3.357.263.705	4.137.535.635	5.680.881.885
Net Dönem Karı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	2.666.468.956
Özkaynaklar	6.082.516.699	4.597.407.956	5.063.265.167	7.018.675.320
Kaynaklar	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

(TL)	GELİR TABLOSU				
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/09/2023	30/09/2024
Hasılat	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
Genel Yönetim Giderleri	(192.803.020)	(250.656.928)	(244.355.691)	(270.934.613)	(313.340.086)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.526.948.517	1.115.542.177	1.624.844.083	2.389.698.413	686.228.464
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(913.649.361)	(215.923.913)	(1.105.246.965)	(1.325.550.200)	(502.039.115)
Esas Faaliyet Karı	1.433.694.147	1.074.026.967	2.889.169.568	1.842.877.497	2.577.377.162
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	34.021.310	26.546.634	19.274.663	25.776.640	101.590.858
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(7.176.291)	(5.634.942)	(42.157.548)	-	(1.392.082)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından / (Zararlarından) Paylar	(21.621.575)	230.012.435	(255.503.557)	(181.122.736)	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	1.438.917.591	1.324.951.094	2.610.783.126	1.687.531.401	2.677.575.938
Finansman Gelirleri	94.299.205	121.973.266	874.041.132	318.164.382	599.720.024
Finansman Giderleri	(251.605.481)	(329.148.924)	(757.077.414)	(342.470.424)	(523.661.539)
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	(392.798.444)	(1.732.205.980)	(1.502.504.398)	(1.163.783.190)	804.669.255
Vergi Öncesi Kar / (Zarar)	888.812.871	(614.430.544)	1.225.242.446	499.442.169	3.558.303.678
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	-	-	-	-	-
- Dönem Vergi Gideri	(97.447.603)	(242.298.751)	(218.233.953)	(204.335.504)	(74.650.658)
- Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	(101.793.901)	1.040.352.477	553.977.339	107.971.768	(817.184.064)
Sürdürülen Faaliyetlerden Net Dönem Karı	689.571.367	183.623.182	1.560.985.832	403.078.433	2.666.468.956
Durdurulan Faaliyetlerden Net Dönem Zararı	(26.239.076)	(8.660.396)	(17.639.582)	(5.175.692)	-
Net Dönem Karı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	397.902.741	2.666.468.956

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. sermaye artırım ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

4.1 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Şirket'in piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak BIST İnşaat Endeksi Şirketleri, Yurt içinde faaliyet gösteren holdingler ve Yurt Dışı Benzer Şirketler ayrı ayrı hesaplanmıştır. Yurt içi Benzer Şirketler Çarpanı %30 ağırlıklandırma ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanı %70 ağırlıklandırma ile nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir. FAVÖK çarpanı Şirket'in operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Dikkate alınan benzer şirketlerden çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketler dikkate alınmamıştır. FD/FAVÖK hesaplanırken 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler üç değer olarak kabul edilerek meydan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. BIST İnşaat Endeksi Şirketleri, yurt içinde taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpan değerleri için "CapitalIQ" platformu kullanılmış olup, 15.11.2024 tarihli piyasa verilerinden yararlanılmıştır.

4.1.1 Yurt İçi Çarpan Analizi

FD/FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2024 tarihli firma değerlerinin, 01.10.2023-30.09.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Şirket	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
Enka İnşaat ve Sanayi A.S.	6.006	570	10,5x
Girisim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.S.	724	112	6,5x
Kuyas Yatırım A.S.	193	11	16,9x
San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.S.	12	1	13,0x
Yayla Enerji Üretim Turizm ve İnşaat Ticaret A.S.	19	0	u.d.
Yeşil Yapı Endüstrisi A.S.	39	0	383,6x
Tekfen Holding Anonim Şirketi	926	19	48,3x
Alarko Holding A.S.	1.304	(12)	u.d.
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi	146	10	14,9x
Orge Enerji Elektrik Taahhüt Anonim Şirketi	171	43	3,9x
Birleşim Mühendislik Isıtma Sogutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi*	97	12	7,8x
DAP Gayrimenkul Geliştirme A.S.	413	149	2,8x
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.S.	78	7	11,6x
Türker Proje Gayrimenkul ve Yatırım Geliştirme A.S.	96	0	u.d.
			12,3x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*30.09.2024 tarihli finansal sonuçlarını açıklamayan şirketlerin FAVÖK hesaplamaları 30.06.2024 tarihli finansal tabloları baz alınarak hesaplandığı için medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 12,3x olarak hesaplanmaktadır. Bur çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 1.542 milyon Avro olarak bulunmuştur.

	Değer (EUR)
FAVÖK	119.439.940
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	12,3x
Hesaplanan Firma Değeri	1.471.276.923
Net Finansal Borç (-)	(70.975.486)
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.542.252.409

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Yurt Dışı Çarpan Analizi

FD/FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2024 tarihli firma değerlerinin, 01.10.2023-30.09.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde yurt dışında faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıda özetlenmiştir.

Şirket	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
Webuild S.p.A. *	2.391	267	8,9x
Obrascón Huarte Lain, S.A. *	376	153	2,5x
Sacyr, S.A.	10.000	1.448	6,9x
Skanska AB (publ)	8.280	513	16,1x
HOCHTIEF Aktiengesellschaft	11.716	1.340	8,7x
Acciona, S.A. *	16.412	1.567	10,5x
PORR AG *	938	142	6,6x
Vinci SA *	87.534	11.490	7,6x
Bouygues SA	24.396	4.276	5,7x
Ferrovial SE *	37.014	1.199	30,9x
Hyundai Engineering & Construction Co.,Ltd. *	3.357	695	4,8x
Eiffage SA *	21.588	3.495	6,2x
Fluor Corporation	6.827	272	25,1x
China Railway Construction Corporation Limited	71.752	8.163	8,8x
Larsen & Toubro Limited	63.786	3.027	21,1x
Balfour Beatty plc *	2.276	206	11,0x
Budimex SA	2.415	190	12,7x
Shikun & Binui Ltd. *	4.060	121	33,4x
Sunway Construction Group Berhad *	1.298	49	26,3x
			8,8x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*30.09.2024 tarihli finansal sonuçlarını açıklamayan şirketlerin FAVÖK hesaplamaları 30.06.2024 tarihli finansal tabloları baz alınarak hesaplandığı için medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 8,8x olarak hesaplanmaktadır. Bur çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 1.118 milyon Avro olarak bulunmuştur.

	Değer (EUR)
FAVÖK	119.439.940
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	8,8x
Hesaplanan Firma Değeri	1.046.990.579
Net Finansal Borç (-)	(70.975.486)
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.117.966.065

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3 Çarpan Analizi Değerleme Sonucu

Yurt içi çarpan değerine %30, yurt dışı çarpan değerine ise %70 ağırlık verilmiştir. Çarpan değerlemesi sonucunda Şirket'in piyasa değeri 1.245 milyon Avro olarak bulunmuştur.

Çarpan Değerlemesi Değerleme Özeti (EUR)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	1.117.966.065	70%	782.576.245
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı	1.542.252.409	30%	462.675.723
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			1.245.251.968

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA hesaplamasında kullanılan AOSM aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

AOSM	9,20%
Beta	1
Risksiz Getiri Oranı	5,45%
Risk Primi	6,00%
Sermaye Maliyeti	11,45%
Borçlanma Maliyeti	7,63%
Vergi Oranı	20%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	43%
Özkaynak/(Borç+Özkaynaklar)	57%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli'nin yapısı gereği projeksiyonlar, Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başı değere ulaşılabilir.

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır. İNA çalışmasında nihai dönem hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, mevcut enflasyon seviyeleri, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ile Şirket'in büyüme beklentileri de dikkate alınarak %1,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde nakit akımları hesaplanırken, Şirket'in İNA analizinde 30 Eylül 2024 tarihli net borç değeri kullanılmıştır. Şirket'in faaliyetlerini ağırlıklı olarak yurtdışındaki bağlı ortaklıkları, müşterek kontrole tabii teşebbüsleri ve iştirakleri üzerinden gerçekleştirmesi ve ilgili ülkelerin vergi oranlarının değişiklik göstermesi sebebiyle projeksiyon dönemi boyunca, hasılatın ülke bazında kısıtlımı üzerinden ağırlıklı ortalamaları hesaplanmış, bunun sonucunda da efektif vergi oranı %20 alınmıştır.

2024/09-2032T projeksiyon döneminde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıdaki gibidir.

Operasyon Dönemi (EUR m)	2024T-3A	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	413	970	1.255	1.414	1.247	1.252	1.316	1.395	1.517	1.613
Büyüme Oranı (%)			29,3%	12,7%	-11,8%	0,4%	5,1%	6,0%	8,7%	7,7%
Brüt Kar	45	116	158	176	154	149	160	168	181	200
Brüt Kar Marjı (%)	10,9%	12,0%	12,6%	12,5%	12,3%	11,9%	12,1%	12,0%	11,9%	12,2%
FVÖK	39	102	139	155	135	131	140	147	159	175
FVÖK Marjı (%)	9,4%	10,5%	11,1%	11,0%	10,8%	10,4%	10,7%	10,6%	10,5%	10,7%
Amortisman	10	19	25	28	25	25	26	28	30	33
FAVÖK	49	121	164	184	160	156	167	175	189	208
FAVÖK Marjı (%)	11,8%	12,5%	13,1%	13,0%	12,8%	12,4%	12,7%	12,6%	12,5%	12,7%
(-) Vergi	-8		-28	-31	-27	-26	-28	-29	-32	-35
Yatırım	-10		-25	-28	-25	-25	-26	-28	-30	-33
(+/-) İşletme Sermayesi Değişimi	36		1	-42	44	-1	-17	-21	-32	-31
Firma Serbest Nakit Akışları	67		112	82	152	103	95	97	95	110
AOSM (%)	9,2%		9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
İskonto Faktörü	0,99		0,91	0,83	0,76	0,70	0,64	0,58	0,53	0,49

İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	66,35	101,71	68,30	115,53	71,81	60,76	56,62	50,70	53,64
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	645								
Uç Değer Büyüme Oranı	1,00%								
Uç Değer	661								
Firma Değeri	1.306								
(-) Net Borç	-71								
Piyasa Değeri	1.377								

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2024/4Ç-2031T projeksiyon döneminde beklenen serbest nakit akışları neticesinde hesaplanan firma değerinden 30.09.2024 tarihli bilançoda yer alan net borç düşülmesi sonucu **1.377.021.350 EUR** Şirket özsermaye değerine ulaşılmıştır.

4.3 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizi Yöntemi sırasıyla %40 ve %60 ağırlıklandırılmış olup 1.297.959.721 EUR özsermaye değerine ulaşılmıştır.

15.11.2024 tarihli TCMB-EUR/TL döviz alış kuruna göre (36,1255 EUR/TL) Şirket özsermaye değeri 46.889.443.896 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in sermayesi 300.000.000 TL olup Şirket'in halka arz pay başına değeri 156,30 TL olarak hesaplanmıştır. %20,00 oranında uygulanan halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 37.500 milyon TL olup pay başına değer ise 125,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme özetini gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Çarpan Değerlemesi Sonucu (EUR)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt Dışı Çarpan Değeri	1.117.966.065	70%	782.576.245
Yurt İçi Çarpan Değeri	1.542.252.409	30%	462.675.723
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			1.245.251.968

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Özeti (EUR)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Çarpan Değeri	1.245.251.968	60%	747.151.181
İNA	1.377.021.350	40%	550.808.540
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			1.297.959.721

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (EUR)	1.297.959.721
15.11.2024 TCMB EUR/TL Alış Kuru	36,1255
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)	46.889.443.896
Ödenmiş Sermaye	300.000.000
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat (TL)	156,30
Halka Arz İskontosu (%)	20%
İskonto Sonrası Pay Başına Fiyat (TL)	125,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının farklı ağırlıklandırılmasını, şirketin operasyonları doğrultusunda makul buluyoruz.
- Medyan çarpan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabilirdiği için Gelir Yaklaşımı yönteminin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarını makul bulmaktayız.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetini makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul bulmaktayız.
- İNA ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını 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 ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

QNB Yatırım 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 ve gelir yaklaşımı) Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai şirket değeri tespit edilirken, gelir 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:

QNB Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 125,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.