

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

06.01.2025

I-) Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal veriler, Kamu Aydınlatma Platformunda (KAP) açıklanan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.'nin Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ayrıca 18.11.2024 tarihli QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Hazırlanmış olan bu rapor açıklanan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.'nin halka arzına ilişkin, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmamasına yönelik bir tavsiye ya da teklif değildir. Bu rapor, sadece QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü kapsamaktadır. Yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-) Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 300.000.000 TL'den 322.600.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 22.600.000 TL nominal değerli 22.600.000 adet B grubu pay ve mevcut ortaklarından Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.'nin sahip olduğu 6.596.000 TL nominal değerli 6.596.000 adet B grubu pay ve Gülermak Turizm İşletme Yatırım Anonim Şirketi'nin sahip olduğu 3.104.000 TL nominal değerli 3.104.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 32.300.000 TL nominal değerli 32.300.000 adet B grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilen payların nominal değeri 32.300.000 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %10,01'dir. Halka arz fiyatı 125,00 TL olarak belirlenirken, ek satışlar dahil edildiğinde Halka Arz Büyüklüğü 4.845.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Talep toplama işlemi 08.01.2025 – 10.01.2025 tarihleri arasında "Sabit Fiyat Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Şirket ve Şirket ortakları, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını taahhüt etmişlerdir.

Talep Toplama Tarihleri	08.01.2025-10.01.2025
Halka Arz Fiyatı	125.00 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım (Yurt içi Bireysel Yatırımcı için)
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	32.300.000 Lot (22.600.000 Nominal Sermaye Artışı) (9.700.000 Nominal Ortak Satışı)
Halka Açıklık Oranı	10,01%
Borsada İşlem Görecek Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	%40 Yurt içi Bireysel Yatırımcı, %10 Yüksek Başvurulu Yatırımcı, %50 Yurt içi Kurumsal Yatırımcı
Verilen Taahhütler	Şirket; 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını; Ortaklar; 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında borsadan borsa dışında satmama taahhüdü vermiştir.
Fiyat İstikrarı Amacıyla Sağlanan İşlemler	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 10 gün
Katılım Endeksine Uygunluk	Uygundur

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3-) Şirkete İlişkin Özet Bilgiler

Şirket, Vildan Güleriyüz'ün kendi adına kurduğu şahıs şirketi ile 1958 yılında Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in türü ve unvanı 18.03.1976 tarihinde ticaret siciline tescil edilen Esas Sözleşme değişikliği ile Gülermak Makine Sanayii ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş ve süresi, süresiz olarak belirlenmiştir.

Şirket ağırlıklı olarak yurtiçi ve yurtdışında Resmi ve özel kuruluşlara metro, demiryolu, tramvay, tünel köprü, baraj gibi altyapı ve endüstriyel inşaat projelerini yapmaktadır. Şirket, genel merkezi Ankara'da olup, 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.

Şirket'in 2024 yılı Eylül ayı itibarıyla 31 adet devam eden projesi bulunmaktadır. Şirket'in faaliyetleri temel olarak (a) ulaşım ve altyapı projeleri ve (b) yatırım projeleri ile birlikte iki ana kola ayrılmaktadır. 2024 yılı Eylül ayı itibarıyla Şirket'in ulaşım ve altyapı projeleri toplam gelirlerin 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.

Şirket dünya çapında 300 kilometrenin üzerinde tünel, 120 yeraltı metro istasyonu ve 1.500 kilometreden fazla demiryolu / Yüksek Hızlı Tren (YHT) hattı ve 40'tan fazla TBM'in kullanımı/işletilmesini gerçekleştirmiştir.

Şirketin Sermaye Yapısı

Halka Arz Öncesi						Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)						Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)					
Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	34,68%	204.000.000	68,00%	Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	32,25%	104.040.000	32,25%	Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	32,25%	104.040.000	32,25%
	B	99.960.000	33,32%				B	93.364.000	28,94%				B	88.971.200	27,58%		
Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	16,32%	96.000.000	32,00%	Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	15,18%	48.960.000	15,18%	Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	15,18%	48.960.000	15,18%
	B	47.040.000	15,68%				B	43.936.000	13,62%				B	41.868.800	12,98%		
Halka Açık Kısım	B	-	-			Halka Açık Kısım	B	32.300.000	10,01%			Halka Açık Kısım	B	38.760.000	12,01%		
Toplam		300.000.000	100,00%			Toplam		322.600.000	100,00%			Toplam		322.600.000	100,00%		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4-) Özet Finansal Tablolar

Gelir Tablosu-Milyon TL					
TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Hasılat	18.717,4	21.022,8	24.900,5	16.033,1	21.183,4
Satışların Maliyeti	-18.704,2	-20.597,7	-22.286,6	-14.983,5	-18.476,9
Brüt Kar	13,2	425,1	2.613,9	1.049,7	2.706,5
Genel Yönetim Giderleri	-192,8	-250,7	-244,4	-270,9	-313,3
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.624,8	1.115,5	2.526,9	2.389,7	686,2
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-913,6	-215,9	-1.105,2	-1.325,6	-502,0
Vergi Öncesi Kar	888,8	-61,4	1.225,2	499,4	3.558,3
Dönem Kar Zararı	663,3	175,0	1.543,3	397,9	2.666,5
Bilanço (TL)	2021	2022	2023	2024/09	
Toplam Dönen Varlıklar	18.989,9	15.089,0	24.151,0	32.415,2	
Toplam Duran Varlıklar	4.564,2	3.985,1	4.258,1	3.646,1	
Toplam Varlıklar	23.554,1	19.074,1	28.409,0	36.061,3	
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.348,5	11.057,4	15.759,1	22.832,6	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.123,1	3.419,3	7.586,6	6.210,0	
Toplam Özkaynaklar	6.082,5	4.597,4	5.063,3	7.018,7	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5-) Değerlemeye İlişkin Özet Bilgiler

Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hazırladığı fiyat tespit raporu incelenmiştir. İnceleme sonuçları aşağıda yer almaktadır. Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. pay halka arzı kapsamında pay başına halka arz fiyatının tespiti için QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirlenen gelir yakılaşımı – indirgenmiş nakit akışları ve çarpan yöntemi kullanılmıştır.

5.1-) Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Gülermak Ağır Sanayi'nin şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için TMS 29 uyarınca düzeltilmiş 30.09.2024 tarihli bilanço verileri ile 01.10.2023 — 30.09.2024 dönemine ilişkin Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır. Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da ve yurt dışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK çarpanı incelenmiştir. Bu çarpan ile yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olması, sıkça tercih edilmesi, iş hacmi, firmaların nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi şekilde yansıttığı düşünülmesi nedenleriyle emsal şirketlerin sadece FD/FAVÖK çarpanının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

5.1.1-) Yurt İçi Benzer Şirketler

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; Borsa İstanbul A.Ş.'de (BİST) işlem gören ve rapor tarihi itibarıyla değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesi sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun inşaat ve taahhüt sektörüne ilişkin faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Hesaplamalarda; Bu koşullara uymayan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

5.1.2-) Yurt Dışı Benzer Şirketler: Seçilmiş Şekerli Mamul Üreticileri

BİST'te işlem gören firmalara ek olarak yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip seçilmiş firmalardan mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu düşünülen Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Diğer çarpan metotlarından Firma Değeri/Net Satışlar, Piyasa Değeri/Net Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri değerlendirme kapsamına alınmamıştır.

5.1.3-) Çarpan Sonuçları

Yurt içi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer	
EUR	Değer
FAVÖK	119.439.940
Yurt içi 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
Yurt dışı Benzere Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer	
EUR	Değer
FAVÖK	119.439.940
Yurt dışı 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

5.2 -) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Şirket Değeri

İndirgenmiş Nakit Akışı Analizinde 2024-2032 dönemlerine ilişkin projeksiyonlar kullanılmıştır. Şirketin satış tahminleri yurt içi ve yurt dışı satış fiyatı ön görülen EUR enflasyonuna paralel olarak artırılmıştır. Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %9,2 olarak hesaplanmıştır. Risksiz getiri hesabında 15.11.2024 tarihli kapanışının 6 aylık ortalama getirisi risksiz getiri oranı olarak baz alınmıştır. Piyasa risk primi genel uygulama olan %5.00 - %6.00 aralığı kullanılmıştır. Sonuç olarak sermaye maliyeti %9.2'dir. Borçlanma maliyeti ise %7.63'tür.

Şirket Değer Hesaplaması	Milyon EUR
2024/9-2032 Dönemi SNA Bugünkü Değeri	645
Uç Büyüme Oranı	1,00%
Uç Değer	661
Firma Değeri	1306
Net Borç (-)	-71
Piyasa Değeri	1377

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak değerlendirme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde açıklanan Çarpan Analizi yöntemine %60, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %40 ağırlık verilerek şirketin değeri 46.889 Milyon TL ve Birim Pay Değeri 156.30 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanarak Şirket değeri 37.500 Milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 125.00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri-EUR	1.297.959.721
15.11.2024 TCMB Avro / Türk Lirası Alış Kuru	36,1255
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri-TL	46.889.443.896
Ödenmiş Sermaye	300.000.000
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat	156,30
İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat	20%
Halka Arz Fiyatı-TL	125,00

Kaynak:Fiyat Tespit Raporu

6-) Sonuç

QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

QNB Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.'nin fiyat tespit raporunun incelemesini gerçekleştirdik. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in değerini ortaya çıkarması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Olarak;

- Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olarak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiğini düşünüyoruz.
- Çarpan analizinden hesaplanan değere %60,0 indirgenmiş nakit akımları analizinden hesaplanan değere %40,0 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in özsermaye değerinin hesaplanmasında kullanılan indirgenmiş Nakit Akımları yönteminin net ve anlaşılır şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpan yönteminde, hem yurt içi hem de yurt dışı şirketlerinin kullanılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak, yukarıda belirttiğimiz yorumlar ışığında, Şirket için %20,00 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 125,00 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Yasal Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Kuveyt Türk Yatırım”) tarafından genel bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, herhangi bir yatırım aracının alım ya da satımı için öneri niteliğinde yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak mali durumunuz, risk ve getiri beklentileriniz ile uyumlu olmayan yatırım kararları vermeniz beklentilerinize uygun olmayan sonuçlar doğurabilir. Burada yapılan analizlere dayanarak yapılan yatırımlar zararlı da sonuçlanabilir. Bu rapora dayanarak yapılan herhangi bir yatırımın sonucu Müşteri’ye aittir. Bu sonuçlardan dolayı Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu raporda yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olmakla birlikte kesinlikleri ve doğrulukları garanti edilmemektedir. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda Kuveyt Türk Yatırım ve çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Raporda yer alan bilgiler Kuveyt Türk Yatırım’ın yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişiler ile paylaşılamaz.