



GÜLERMAK AĞIR SANAYİ İNŞAAT VE TAAHHÜT A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

Ocak 2025



Ziraat Yatırım

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM	8
IV. DEĞERLEME	11
V. GÖRÜŞ	14

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "QNB Yatırım") lider olduğu Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ("Gülermak" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 300.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 322.600.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 22.600.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 9.700.000 TL nominal – Ortak Satışı* ■ Toplam – 32.300.000 TL nominal ■ 6.460.000 TL nominal - Ek Pay Satışı**
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım (Yurt İçi Bireysel ve Yüksek Talepte Bulunacak Yatırımcılar)
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat ile Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 125,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 4.037.500.000 TL ■ 4.845.000.000 TL (Ek Satış Dahil)
Halka Arz Oranı	■ %10,01 (Ek Satış Dahil %12,01)
Halka Arz Tarihi	■ 8-9-10 Ocak 2025
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı / Dahil Olacağı Endeks	■ 16 Ocak 2025 / Yıldız Pazar / BİST Katılım Tüm Endeksi
Halka Arz Tahsisatı	■ 12.920.000 TL nom. - %40- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ■ 3.230.000 TL nom. - %10- Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar*** ■ 16.150.000 TL nom. - %50- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Lideri	■ QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Taahhütler	■ Şirket, Halka Arz Edilen Paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca herhangi bir bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağını, Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağını, bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik bir karar alınmayacağını ve/veya yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir açıklamada bulunulmayacağını, ■ Şirket'in halka arz eden pay sahipleri Gülermak Emlak ve Gülermak Turizm, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca sahip oldukları halka arza konu olmayan Şirket paylarını halka arz fiyatından bağımsız olarak, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde Borsa İstanbul'da veya Borsa İstanbul dışında satışa konu etmeyeceklerini, başka yatırımcı hesaplarına virmanlanmayacaklarını, Borsa İstanbul'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemlerine konu edilmeyeceğini halka arza konu edilmeyeceğini, bu doğrultuda bir karar almayacaklarını, SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacaklarını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış ya da halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağını, ayrıca bu süre zarfında sahip oldukları şirket paylarını başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacağını veya Borsa'da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemine konu etmeyeceğini taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	■ Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 10 gün süreyle ortak satışına konu paylardan elde edilecek kaynaklardan sağlanmak üzere ek pay satış dahil brüt halka arz gelirinin %20'si (7.752.000 TL nominal) kadar kullanılarak fiyat istikrarı planlanmaktadır.

*Mevcut ortaklardan Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.'nin sahip olduğu 6.596.000 TL ve Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.'nin sahip olduğu 3.104.000 TL nominal değerli olmak üzere toplam 9.700.000 TL nominal değerli (B) grubu paylar halka arza konu edilecektir.

**Fazla talep gelmesi halinde mevcut ortaklardan Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.'ne ait 4.392.800 TL ve Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.'ne ait 2.067.200 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 6.460.000 TL nominal değerli (B) grubu payın ek satışı gerçekleştirilebilecektir.

***Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar için asgari pay başvuru miktarı 2.501 adettir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Gülermak Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

➤ Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ("Şirket" veya "Gülermak") 1976 yılında kurulmuştur.

➤ Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Gülermak Ortaklık Yapısı							
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Pay Sahibi	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	34,7%	104.040.000	32,3%	104.040.000	32,3%
	B	99.960.000	33,3%	93.364.000	28,9%	88.971.200	27,6%
Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	16,3%	48.960.000	15,2%	48.960.000	15,2%
	B	47.040.000	15,7%	43.936.000	13,6%	41.868.800	13,0%
Halka Açık Kısım	B	-	-	32.300.000	10,0%	38.760.000	12,0%
Toplam		300.000.000	100,0%	322.600.000	100,0%	322.600.000	100,0%

- Şirket, 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 projeleri gerçekleştirmektedir.
- Şirket, faaliyetlerini genel merkezinin bulunduğu Türkiye'nin yanı sıra Polonya, Romanya, İsveç, İsviçre, Filipinler, Kuzey Makedonya, B.A.E. ve Hindistan'da olmak üzere 6 adet bağlı ortaklık, 26 adet adi ortaklık ve 7 şube ile sürdürmektedir.

Gülermak Faaliyet Alanı

Şirket'in faaliyetleri temel olarak (a) ulaşım ve altyapı projeleri ve (b) yatırım projeleri (gelir üretmeyi uzun vadede sürdürecektir) ile birlikte iki ana koldan oluşmaktadır. Ulaşım ve altyapı projeleri ise (i) metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projeleri, (ii) demiryolu projeleri, (iii) otoyol projeleri ve (iv) diğer projelerden oluşmaktadır.

Şirket'in temel iş alanına ilişkin özet bilgiler aşağıdaki gibidir:

A. Ulaşım ve Altyapı Projeleri

Şirket temel olarak büyük ölçekli ve kompleks inşaat, altyapı ve endüstriyel inşaat projeleri üzerine odaklanmış olup; özellikle demiryolu, metro ve hafif raylı sistemler, tramvay ve otoyol gibi ulaşım projelerinde projelendirme aşamasından devreye almaya kadar genel ihtiyaçtan doğan hizmetleri sağlamak üzerine uzmanlaşmıştır.

Şirket'in 30 Eylül 2024, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2021 tarihlerinde sona eren dönemlere ait toplam gelirinin tamamı ulaşım ve altyapı projelerinden elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Şirket, çalışmalarında tünel kazı sürecinin tamamen mekanik hale getirilmesini sağlayan Tünel Delme Makinası (TBM) ile gelişmiş tünel açma teknolojisi kullanmaktadır.

1- Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri

Grup, yer altı ve yer üstü metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projelerini ihale içeriğine göre bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir. Güvenilirliği, enerji verimliliği ve ekolojik duyarlılığı nedeniyle, birçok bölgede merkezi ve yerel yönetimler tarafından uzun mesafeler için yeni ve verimli bir ulaşım aracı olarak yüksek hızlı metro, hafif raylı sistemler ve tramvay altyapısına yatırım yapılmaktadır.

30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projeleri Şirket'in toplam gelirlerinin yaklaşık %64,82'sini oluşturmakta ve aynı tarih itibarıyla metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projelerinin backlogunun, Şirket'in toplam backlogunun içerisindeki payı %76,84 'tür.

2- Demiryolu Projeleri

Şirket, yüksek hızlı trenler, ilgili demiryolu tünelleri ve diğer genel yer altı projeleri de dahil olmak üzere yer altı ve yer üstü demiryolu projeleri tasarlamakta ve inşa etmektedir.

30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla demiryolu projeleri Şirket'in toplam gelirlerinin yaklaşık %9,75'ini oluşturmakta ve aynı tarih itibarıyla demiryolu projelerinin backlogunun, Şirket'in toplam backlogunun içerisindeki payı %11,55 'tir.

3- Otoyol Projeleri

Şirket, yollar ve otoyollar, otoyol köprüleri, viyadükler ve ilgili yapılar da dahil olmak üzere otoyol projeleri tasarlamakta ve inşa etmektedir.

30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla otoyol projeleri Grup'un toplam gelirlerinin yaklaşık %24,75'ini oluşturmakta ve aynı tarih itibarıyla otoyol projelerinin backlogunun, Şirket'in toplam backlogunun içerisindeki payı %8,23 'tür.

4- Diğer Projeler

Şirket, ulaşım ve altyapı projelerine ek olarak depo ve hidroelektrik santral inşaatı projeleriyle de iştigal etmektedir. Şirket'in diğer projeleri arasında ayrıca endüstriyel projeler, enerji projeleri ve çevre projeleri yer almaktadır.

30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla diğer projeler Şirket'in toplam gelirlerinin yaklaşık %0,68 'ini oluşturmakta ve aynı tarih itibarıyla diğer projelerinin backlogunun, Şirket'in toplam backlogunun içerisindeki payı %3,38'dir.

– Endüstriyel Projeler

Şirket, çimento fabrikaları, şeker fabrikaları ve cam fabrikalarını ihale içeriğine göre bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir.

– Enerji Projeleri

Şirket, hidroelektrik santralleri ve doğalgaz çevrim santrallerini ihale içeriğine göre bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir.

– Çevre Projeleri

Şirket, deniz, göl ve nehir tarama, atık su artıma tesisleri ve içme suyu hatlarını ihale içeriğine göre bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir.

B. Yatırım Projeleri

Şirket bazı ulaşım ve altyapı projelerinin yatırımcı olarak işletmesini yüklenmektedir. Bu kapsamda işletim süresi içinde bakım onarımından da sorumlu olduğu ulaşım sektörü yatırım projesi bulunmaktadır.

1. Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi (PPP)

Kamu Özel İşletmesi (KÖİ) kapsamında yer alan Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi (PPP)'nin finansmanı tamamlanmış olup, proje izahname tarihi itibarıyla inşaat sürecindedir. Bu projenin inşaat aşaması; 4,5 km tramvay yolu inşaatı, 1,2 km tünel inşaatı, 10 tramvay istasyonu, 10,3 km cadde ve yol altyapısının yeniden düzenlenmesi ile trafik düzenlemelerini içermektedir.

Projenin ihalesi 2020 yılında kazanılmış olup sözleşmesi 21 Aralık 2020 tarihinde imzalanmıştır. Proje inşaatı 27 Kasım 2025 tarihinde bitecek olup Şirket 20 yıl boyunca bakım ve onarım hizmeti verecektir. Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi'nde tramvay hattının bakım ve onarımı maliyeti Krakow Belediyesi 'ne aittir. Krakow Belediyesi ile yapılan anlaşma dahilinde Krakow Belediyesi her ay bakım onarım maliyetini 2045 yılına kadar Şirket'e ödemekle yükümlüdür. Ödemeler enflasyon, işçi maliyetleri ve temel alım ihtiyaçlarına endeksli yıllık bir eskalasyon/indeksasyon ile endekslenecektir.

Gülermak Backlog Bilgileri

Şirket raporlama tarihleri itibarıyla, imzalamış olduğu sözleşmelerden henüz hasılatını gerçekleştirmediği için hak ediş haline getirmedeği gelirlerini "backlog kavramı" ile takip etmektedir. İnşaat sektöründe tamamlanması gereken tüm işlerin sözleşme değerini gösteren bu temel performans göstergesi, projenin planlama ve yürütme aşamalarında kritik rol oynamakta ve projenin zamanında ve bütçe dahilinde tamamlanmasına yardımcı olmaktadır. Aynı zamanda Şirket'in gelecekte imzaladığı sözleşmelere uygun şekilde müşterilerine keseceği faturalara ilişkin bilgiler sunmaktadır.

I. Batı Grubu

Batı taahhüt grubu, 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla toplam backlogunun yaklaşık %18,57'sine karşılık gelen 34.768.741.963 TL'sini oluşturmakta olup Polonya ve İsveç'te yürütülen faaliyetleri kapsamaktadır. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Batı grubu bünyesinde Şirket'in devam eden 8 adet projesi bulunmaktadır.

II. Doğu Grubu

Doğu taahhüt grubu, 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla toplam backlogunun yaklaşık %51,41'ine karşılık gelen 96.282.994.254 TL'sini oluşturmakta olup batı taahhüt grubunun faaliyet alanı içerisine girmeyen Romanya, Kuzey Makedonya, Filipinler, B.A.E ve Hindistan gibi diğer tüm yurt dışı faaliyetleri kapsamaktadır. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla doğu grubu bünyesinde Şirket'in devam eden 10 adet projesi bulunmaktadır.

III. Türkiye Grubu

Türkiye grubu, 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Grup'un toplam backlogunun yaklaşık %30,02'sine karşılık gelen 56.227.130.925 TL'sini oluşturmakta olup Türkiye'de yürütülen faaliyetleri kapsamaktadır. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Türkiye grubu bünyesinde Şirket'in devam eden 13 adet projesi bulunmaktadır.

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Gülermak Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2024
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	18.989.926.910	15.089.037.449	24.150.972.223	32.415.192.721
Nakit ve nakit benzerleri	5.080.152.563	2.371.781.902	6.032.717.288	7.918.181.426
Finansal Yatırımcılar	4.832	3.490	400.902.783	370.147.821
Ticari alacaklar	517.878.193	1.572.656.922	2.049.411.971	598.044.740
• ilişkili taraflardan ticari alacaklar	10.807.360	10.413.710	1.803.331	7.936.930
• ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	507.070.833	1.562.243.212	2.047.608.640	5.490.107.810
Diğer Alacaklar	280.042.819	262.450.717	1.441.254.946	1.429.042.242
• ilişkili taraflardan diğer alacaklar	52.629.788	146.361.090	1.253.192.980	1.196.724.967
• ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	227.413.031	116.089.627	188.061.966	232.317.275
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 Sözleşmelere 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
Ara Toplam	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		
Duran Varlıklar	4.564.160.091	3.985.096.020	4.258.053.308	3.646.089.931
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
• ilişkili olmayan taraflardan 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
• ilişkili taraflardan diğer alacaklar	-	119.997.956	-	-
• ilişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	126.532.739	21.934.213	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

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2024
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
TOPLAM VARLIKLAR	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.348.455.850	11.057.412.687	15.759.147.751	22.832.568.760
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.348.455.850	11.057.412.687	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	4.572.403.676	6.982.052.310	5.861.551.384
• İlişkili taraflara ticari borçlar	61.082.613	-	-	3.882.408
• İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	6.498.900.133	4.572.403.676	6.982.052.310	5.857.668.976
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
• İlişkili taraflara diğer borçlar	10.842.587	-	-	-
• İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	907.217.519	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	93.370.618
Kısa vadeli karşılıklar	584.922.101	449.373.215	492.603.460	642.112.325
• Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	138.413.608	114.727.424	118.853.612	94.564.572
• Diğer kısa vadeli karşılıklar	446.508.493	334.645.973	373.749.848	547.547.753
Ertelenmiş Gelirler	2.744.230.965	1.842.834.653	2.904.215.368	11.679.803.430
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	285.485.326	97.205.066	679.878.839	156.645.247
Ara Toplam	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 Yükümlülükler	4.123.114.452	3.419.312.826	7.586.612.613	6.210.038.572
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
• İlişkili olmayan taraflara 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
• İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	50.246.939	399.716	-	-

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2024
• İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	599.116.151	64.477.528	74.228.892	91.382.596
Uzun Vadeli Karşılıklar	47.439.464	43.551.696	64.948.257	51.363.077
• Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin 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
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6.082.516.699	4.597.407.956	5.063.265.167	7.018.675.320
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				
• Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazanç(Kayıpları)	4.410.257	-883.890	(1.767.755)	(1.678.968)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler				
• Yabancı Para Çevirim Farkları	1.390.059.401	35.547.025	(1.650.347.233)	(2.361.494.823)
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	133.487.698	141.139.144	145.119.084	145.119.084
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	3.001.847.866	3.357.263.705	4.137.535.635	5.680.881.885
Net dönem karı veya zararı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	2.666.468.956
TOPLAM KAYNAKLAR	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2024
Hasılat	18.717.396.779	21.022.803.182	24.900.529.383	16.033.130.036	31.183.440.883
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)

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 31.12.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş (Konsolide) 30.09.2024
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
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

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Gülermak Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca “QNB Yatırım”) tarafından 18 Kasım 2024 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (kısaca “KAP”) yayınlanmış olan “Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. Fiyat Tespit Raporu”nda (kısaca “Rapor”) UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nde belirtilen iki değerlendirme yaklaşımlarından olan gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

IV.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

QNB Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda 30.09.2024 dönemi faaliyet sonuçları esas alınarak, 2024 4. çeyrek- 2032 yılları arasının da projeksiyon dönemi olarak kabul edildiği ifade edilmiştir.

Rapor’da makro varsayımlarda QNB Yatırım’ın Orta Vadeli Program (OVP) ve Uluslararası Finansal Kuruluşlar’ın öngörülleri ile uyumlu tahminleri kullanılmıştır.

Makro Varsayımlar	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T
EURTRY Ortalama	36,48	50,39	64,03	75,68	85,49	93,12	100,1	107,6	115,7
Enflasyon	40,00%	30,00%	20,00%	15,00%	10,00%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%

Şirket'in faaliyetlerinin büyük bir kısmının Romanya, Polonya, Hindistan, Filipinler, Kuzey Makedonya, İsveç ve Türkiye'de gerçekleşmesi ve imzalı projelerinin yaklaşık %75'inin yabancı para cinsinden ve Avrupa Birliği ülkeleri ile olmasından kaynaklı yönetim raporlamalarının da Avro cinsinden yapılması sebebiyle Rapor'da projeksiyonlar da Avro para birimi cinsinden oluşturulmuş ve nihai değer 15.11.2024 tarihli TCMB alış kuru üzerinden Türk Lirası'na çevrilmiştir.

Benzer şirketler çarpan analizi için 01.10.2023-30.09.2024 dönemini kapsayan son 12 aylık FAVÖK hesaplanmış olup ilgili dönem için tam konsolide FAVÖK 119,4 milyon Avro'dur.

Rapor'da Şirket'in 30.09.2024 itibarıyla net finansal borcu 70.975.486 Avro olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları

QNB Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 01.10.2024 ile 31.12.2032 tarihleri arasında yaratacağı nakit akımları ve 31.12.2032 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Bu projeksiyonlarda Şirket ile bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabii işletmeleri ve şubelerinin bağımsız denetim çalışmalarına baz oluşturan finansal tabloları, faaliyet ve coğrafya bazında backlog ile gelir kısımları ve bağımsız denetçi raporu verilerinden faydalanılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmış olup risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti Avro cinsi Eurobond tahvilinin 15 Kasım 2024 tarihli piyasa kapanışının 6 aylık ortalama getiri verisi CapitalIQ platformu kullanılarak dikkate alınmış ve piyasa risk primi olarak genel yaklaşım korunarak %6 ile hesaplamalara devam edilmiştir.

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%
Özkaynaklar/(Borç+Özkaynaklar)	57%

Rapor'da yer alan İNA çalışması ve sonuçları aşağıdaki tabloda detaylandırılmıştır. Nihai dönem hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, mevcut enflasyon seviyeleri, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve büyüme beklentileri dikkate alınarak %1,0 olarak kullanılmış olup efektif vergi oranı ise Şirket'in faaliyetlerini yurt dışındaki bağlı ortaklıkları, müşterek kontrole tabii teşebbüsleri ve iştirakleri üzerinden gerçekleştirmesi ve ilgili ülkelerin vergi oranlarının değişiklik göstermesine bağlı olarak projeksiyon dönemi boyunca hasılatın ülke bazında kısımları üzerinden ağırlıklı ortalamalarının hesaplanmasıyla %20 olarak alınmıştır.

EUR mn	2024T-3A	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satışlar	413	970	1.255	1.414	1.247	1.252	1.316	1.395	1.517	1.633
Değişim (%)			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%

EUR mn	2024T-3A	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Vergi	-8		-28	-31	-27	-26	-28	-29	-32	-35
Yatırım	-10		-25	-28	-25	-25	-26	-28	-30	-33
İşletme Sermayesi										
Değişimi	35		1	-42	44	-1	-17	-21	-32	-31
Serbest Nakit										
Akımları	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
<i>İndirgenmiş Nakit</i>										
<i>Akımları</i>	66,35		101,71	68,3	115,53	71,81	60,76	56,62	50,7	53,64
Serbest Nakit										
Akımlarının Bugünkü										
Değeri	645									
Uç Büyüme Oranı	1,00%									
Uç Değer	661									
Firma Değer	1.306									
Net Borç (-)	-71									
Piyasa Değeri	1.377									

Rapor'da yer alan İNA analizine göre Firma Değeri 1.306 milyon Avro ve Piyasa Değeri 1.377 milyon Avro'dur. İlgili çalışmanın uç büyüme oranı ve AOSM duyarlılık analizi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

EUR mn		AOSM Duyarlılık		
		8,70%	9,20%	9,70%
Devam Eden	0,50%	1.410	1.336	1.270
Değer	1,00%	1.458	1.377	1.306
Duyarlılık	1,50%	1.512	1.423	1.345

IV.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Rapor'da Pazar yaklaşımında FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak BIST İnşaat Endeksi Şirketleri, yurt içinde taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler ve Yurt Dışı Benzer Şirketlerin ayrı ayrı hesaplandığı ifade edilmiştir. Benzer şirketlerden 20,0x üzeri ve 5,0x altı olacak şekilde çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketlere çalışmaya dahil edilmemiştir. Çalışmada Yurt İçi Benzer Şirket çarpanı %30, Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanı %70 ağırlıklandırılmıştır.

Benzer şirketler özelinde FD/FAVÖK çarpanı ile bulunan değere ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer(EUR)	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler
FAVÖK	119.439.940	
FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	12,3x	8,8x
Hesaplanan Firma Değeri	1.471.276.923	1.046.990.579
Net Finansal Borç	-70.975.486	
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.542.252.409	1.117.966.065

IV.3 SONUÇ

Değerleme çalışmasında hem çarpan analizi hem de İNA yöntemine yer verilmiş olup 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 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

Değerleme analizi sonucunda İNA yöntemi ile bulunan değere %40 ve Çarpan yöntemi ile ulaşılan Değer'e %60 ağırlık verilmiş olup Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 1.297.959.721 Avro olarak bulunmuştur. Gülermak'ın piyasa değeri hesaplamasına yönelik detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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

QNB Yatırım tarafından, değerlendirme sonucu bulunan 1.298 milyon Avro ağırlıklandırılmış piyasa değeri tutarının 15.11.2024 tarihli EURTRY kuru olan 36,1255 ile çarpılmasıyla piyasa değeri 46.889 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bu tutarın Şirket'in ödenmiş sermayesine bölünmesi ile birim pay değeri 156,30 TL olarak bulunmaktadır. Bu tutara %20 halka arz iskontosu uygulanmasıyla halka arz piyasa değeri 37.500 milyon TL ve halka arz birim pay fiyatı 125,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme sonucu ve birim pay değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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 - TL	156,3
Halka Arz İskontosu (%)	20%
Halka Arz Fiyatı - TL	125

V. GÖRÜŞ

QNB Yatırım tarafından Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerleme yöntemlerinden İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Değerlemede Çarpan Analizi'nin yanı sıra İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne yer verilmesi ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmış olmasının olumlu olduğunu düşünüyoruz. Ancak, değerlendirme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanı Analizine %60, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %40 ağırlık verilmesi ve iki yöntemin de kullanılmış olmasının değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirmekteyiz.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.