

GÜRSEL TURİZM TAŞIMACILIK VE SERVİŞ A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
3 MART 2022

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (İfo Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Gürsel Turizm" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo 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 İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

GÜRSEL TURİZM HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. Ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	3 - 4 Mart 2022
Halka Arz Fiyatı	8,25 TL
Halka Arz İskonto Oranı	21,90%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	87.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	102.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	21,57%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	15.000.0000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 7.000.000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Yoktur.
Taahhütler & Teşvik	Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, toplamda 1.400.00 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. Satın alınan paylar 1 yıl süreyle halka arz fiyatı altından satılmayacaktır.
Borsa Kodu	GRSEL
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	24.2.2022

Kaynak: Gürsel Turizm İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

İstanbul merkezli, 1993 yılında kurulan Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. personel ve öğrenci ulaşım çözümleri, şehir içi ve şehirlerarası taşımacılık, uluslararası yolcu taşımacılığı, otopark işletmeciliği, servis ve nakliyat, kara ve deniz araç kiralama hizmetleri ve ticareti, uydu araç takip sistemleri ve filo yönetim sistemleri gibi pek çok alanda faaliyet göstermektedir.

30 yılı aşkın tecrübesi ve toplam 6.704 araçlık filosu ile personel ve öğrenci taşımacılığı hizmeti vermekte ve sürücülü araç kiralama alanındaki “Comfort Go” markasıyla büyüme potansiyeli yüksek olan filo taşımacılığı hizmeti sunmaktadır.

2021 yılında genişleyen hizmetler ve yatırımlar

Pandemi etkilerinde azalma ve Koç grubu içerisinde yer alan Arçelik ve Tüpraş gibi Türkiye'nin önde gelen diğer şirketlerinin de portföye dahil edilmesi ile iş hacminde güçlü artış görülmektedir. Yurtdışında kazanılmış olan Ürdün Amman Toplu taşıma ihalesi kapsamında otobüs ve metrobüs işletmeciliğinin artması, şirketin belirlediği hedefler doğrultusunda yurtdışı Kent içi toplu taşıma ihalelerine yönelik olarak atılan olumlu adımlar geleceğe yönelik güzel fırsatlar yaratmaktadır.

Şirket araç alımı yöntemiyle yaptığı yatırımlarla 2021'in üçüncü çeyreğinde 106 milyon TL'nin üzerinde bir yatırım tutarına ulaşmıştır. 2022 hedefleri doğrultusunda yazılım geliştirme, yeni araç ve plaka alımı, araç-bakım servisi alanında 130 Milyon TL'nin üzerinde yapılacak yatırımlarla bu alanda yatırımlarını hızlandıracağını ve faaliyetlerini genişleteceğinin sinyallerini vermektedir.

Şirket'in döviz girdisi bakımından önemli gelir kaynaklarından biri şirket iştiraki olan Jordanian-Turkish Company for Managing and Operating Public Transport Buses'in kazanmış olduğu ihaleden gelmektedir. Bu ihale kapsamındaki faaliyetler Ürdün'ün başkenti Amman'da toplu taşımacılıkta kullanılan 135 aracın işletilmesi ile gerçekleşmektedir. Operasyonlar 57 güzergahta 400 araçla yürütülmektedir. 2022 yılı içerisinde Ürdün'de 2. Faz diye tanımlanan bir ihale daha beklenmektedir.

Covid-19 pandemisinin etkisiyle kara taşımacılığı ve diğer yolcu taşımacılığı sektöründe ciro bazında % 11 daralma meydana gelirken, sektörün toplam cirosu 32,3 Milyar Türk Lirası olmuştur. Gürsel Turizm ciro payları yıllara göre sırasıyla 2018'de % 1,05 , 2019'da % 1,15 , 2020'de 1,38 % seviyelerindedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
Levent Birant	34.800.000	40,00%	32.000.000	31,37%
İsmail Bülent Birant	34.800.000	40,00%	32.000.000	31,37%
Hürer Fethi Gündüz	8.700.000	10,00%	8.000.000	7,84%
Türker Karahasan	8.700.000	10,00%	8.000.000	7,84%
Halka Açık Kısmı	-	-	22.000.000	21,57%
Toplam	87.000.000	100%	102.000.000	100%

Kaynak: Gürsel Turizm İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2018	2019	2020	2021/09
VARLIKLAR	196.688.410	240.835.739	373.242.270	444.318.160
Dönen Varlıklar	111.285.412	136.443.789	146.061.182	161.590.528
Nakit ve Nakit Benzerleri	18.644.730	29.394.955	18.198.343	36.905.709
Ticari Alacaklar	79.333.488	79.484.152	92.656.529	96.965.632
Diğer Alacaklar	7.494.983	20.389.199	25.389.786	557.685
Stoklar	973.581	1.071.234	1.034.929	1.238.214
Peşin Ödenmiş Giderler	4.272.831	5.215.017	5.469.875	13.375.564
Diğer Dönen Varlıklar	565.799	867.158	3.283.182	12.507.582
Duran Varlıklar	85.402.998	104.391.950	227.181.088	282.727.632
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	6.545.905	5.480.912	10.573.289
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	45.805.600	44.217.500	57.631.000	42.836.000
Maddi Duran Varlıklar	36.358.576	49.384.347	160.517.350	217.928.394
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.953.384	2.512.603	2.157.452	1.986.718
Peşin Ödenmiş Giderler	278.768	0	0	8.111.757
Özkaynak ve Yükümlülükler				
Toplam Yükümlülükler	168.516.869	186.445.251	205.405.940	295.754.881
Kısa Vadeli Yükümlülükler	147.850.678	165.360.609	133.961.858	190.356.487
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8.630.937	9.454.055	5.365.331	14.556.675
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	18.622.778	16.382.646	16.848.480	35.915.099
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	0	374.426	351.775	473.394
Ticari Borçlar	49.680.755	53.090.909	59.827.487	63.544.298
Diğer Borçlar	27.910.070	29.776.880	18.574.303	19.201.751
Ertelenmiş Gelirler	33.481.878	47.084.764	18.265.409	43.092.022
Uzun Vadeli Yükümlülükler	20.666.191	21.084.642	71.444.082	105.398.394
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.787.358	11.004.356	22.110.199	61.065.376
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0	1.493.900	1.163.717	895.646
Diğer Borçlar	0	0	22.340.316	19.945.111
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.683.611	5.591.915	21.525.804	18.295.508
Toplam Özkaynaklar				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	28.136.732	54.312.750	167.658.201	148.408.246
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	30.000.000	87.000.000
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	357.957	357.957	357.957	-74.642.043
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-389.632	-522.967	58.488.786	49.934.972
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	994.070	994.070	1.669.952	3.413.248
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	24.118.081	17.174.337	22.807.808	45.586.486
Net Dönem Karı (Zararı)	-6.943.744	26.309.353	54.333.698	37.115.583
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	34.809	77.738	178.129	155.033

Kaynak: Gürsel Turizm İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu	2018	2019	2020	2020/09	2021/09
Hasılat	325.952.198	417.818.716	444.525.005	315.336.168	365.853.808
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-
Brüt Kar	299.981.891	380.052.355	371.834.733	260.092.856	307.684.840
Esas Faaliyet Karı / Zararı	25.970.307	37.766.361	72.690.272	55.243.312	58.168.968
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	6.483.927	28.136.279	61.942.497	42.309.956	45.112.518
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	5.789.924	39.582.279	71.969.047	48.829.133	52.602.588
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / Gideri	-4.415.261	33.411.355	68.853.717	44.750.912	43.050.403
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / Gideri	-2.523.339	-7.059.072	-14.493.074	-8.880.427	-5.957.916
Dönem Karı	-6.938.600	26.352.283	54.360.643	35.870.485	37.092.487
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5.144	42.930	26.945	7.530	-23.096
Ana Ortaklık Payları	-6.943.744	26.309.353	54.333.698	35.862.955	37.115.583

Kaynak: Gürsel Turizm İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

İhraç edilecek 15.000.000 TL nominal değerli pay karşılığı 123.750.000 TL olması beklenen sermaye artırımını gelirinden 6.500.000 TL olması beklenen halka arz maliyetleri düşüldükten sonra 117.250.000 TL kaynak elde edilmesi planlanmaktadır.

Şirketin özkaynaklarını güçlendirmek amacıyla yapılacak sermaye artırımını kapsamında elde edilecek kaynağın;

%70'ine karşılık gelen 82.075.000 TL'nin; Şirketin yeni araç ve plaka alımı, yazılım geliştirme yatırımları, araç-bakım servisi yatırımları kapsamında kullanılmasına,

%20'sine karşılık gelen 23.450.000 TL'nin; Şirketin finansal borç faiz ve anapara ödemelerinde kullanılmasına,

%10'una karşılık gelen 11.725.000 TL'nin; Şirketin işletme sermaye ihtiyacında kullanılmasına, ihtiyaç duyulması halinde Yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında geçiş yapılabilmesine oy birliği ile karar verilmiştir.

Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü	181.500.000
Yeni araç ve plaka alımı, yazılım geliştirme yatırımı, araç-bakım servisi yatırımları	70,00%
Finansal borç faiz ve anapara ödeme	20,00%
İşletme sermayesi ihtiyacı	10,00%
Toplam	100%

Kaynak: Gürsel Turizm Fonun Kullanım Yeri Raporu

- **Yeni Araç ve Plaka Alımı, Yazılım Geliştirme ve Araç-Bakım Servisi Yatırımı:** Halka arzdan elde edilecek gelirin %70'ine karşılık gelen 82.075.000 TL'nin yatırım kalemlerine göre dağılımı şu şekildedir; %85'ine karşılık gelen 69.763.750 TL'nin yeni araç ve plaka alımlarında, %5'ine karşılık gelen 4.103,750 TL'nin yazılım geliştirme yatırımlarında, %10'una karşılık gelen 8.207.500 TL'nin ise araç bakım servisi yatırımlarında kullanılması planlanmakta olup, söz konusu yatırımların 2022 yılı içerisinde yapılması öngörülmektedir.
- **Finansal Borç Faiz ve Anapara Ödemeleri:** Halka arzdan elde edilecek kaynağın %20'sine karşılık gelen 23.450.000 TL'lik tutar ile vadesi geldikçe ilgili finansal borçların anapara ve faiz ödemelerinin yapılması öngörülmektedir. Halka arzdan elde edilmesi planlanan kaynak ile yapılacak söz konusu ödemelerin finansman maliyeti açısından en uygun zamanlamada yapılması planlanmakta olup, her halükarda 2022 yıl sonuna kadar yapılması planlanmaktadır.
- **İşletme Sermayesi İhtiyacı:** Şirket, tedarikçilerine her ayın belirli günlerinde maaş ödemesi şeklinde düzenli ve toplu ödemeler yapmakta olup, söz konusu ödemeler bankanın maaş sistemini kullanılarak yapılmaktadır. Her ne kadar Şirket personel taşımacılığı ve öğrenci taşımacılığı faaliyetlerinden kaynaklı olan taksitli alacaklarını aylık olarak tahsil ediyor olsa da zaman zaman söz konusu tedarikçi ödeme günlerinde ve ayın belirli dönemlerinde yakıt, araç bakımı, vergi ödemeleri için geçici işletme finansmanı ihtiyacı doğabilmektedir. Bu kapsamda halka arzdan sağlanacak gelirin %10'luk kısmına karşılık gelen 11.725.000 TL'lik kaynak ile söz konusu ödemelerin gerçekleştirilmesi öngörülmektedir.

Şirket, halka arzdan elde edilecek net gelire yukarıda izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı ve/veya kullanmadığı ölçüde, Şirket menfaatlerini gözeterek fon kullanım alanları arasında geçiş yapabilecektir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İnfo Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2020 – 30.09.2021) net dönem karı ve FAVÖK tutarları ve 2022 tahmini FAVÖK tutarı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

6.1.1 Uluslararası Çarpanlar

22 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken FD/FAVÖK 4Ç ile FD/FAVÖK22T çarpanlarına %25'er, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

Uluslararası Çarpanlar (mn TL)	Değer
Gürsel Turizm FAVÖK 2021/09 4Ç	76
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	9,7
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	734
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	683
Gürsel Turizm FAVÖK 2022T	118
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK 2022T	8,9
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.052
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.001
Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç	56
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	13,8
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	770
Yurtdışı Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	806

Kaynak: Gürsel Turizm Fiyat Tespit Raporu

6.1.2 BİST Ulaştırma Endeksi & Yurtiçi Benzerler & Ana Pazar

Gürsel Turizm, faaliyet anlamında BİST Ulaştırma endeksindeki şirketler ile benzeşmektedir. Ulaştırma endeksi içerisinde Gürsel Turizm'e en çok benzeyen şirketler Beyaz Filo ve Tureks Turizm'dir. Bu nedenle ulaştırma endeksi şirketlerinin çarpanları ile benzer şirketler olan Beyaz Filo ve Tureks Turizm şirketlerinin çarpanları ayrı ayrı olarak çarpan değerlemesinde dikkate alınmıştır. Halka arz sonrası Ana Pazarda işlem göreceği için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılırken muhafazakar tarafta kalması adına Gürsel Turizm'de son 4Ç'de esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider neti pozitif olmasına rağmen FAVÖK hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Bu nedenle örneklemin FAVÖK hesaplamasında da esas faaliyetlerden diğer gelir-giderin neti dahil edilmeden çarpanlar tespit edilmiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler (mn TL)	Değer
Gürsel Turizm FAVÖK 2021/09 4Ç	76
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	15,2
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.146
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.095
Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç	56
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	23,9
Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.330
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.213

Kaynak: Gürsel Turizm Fiyat Tespit Raporu

BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri (mn TL)	Değer
Gürsel Turizm FAVÖK 2021/09 4Ç	76
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri Medyan FD/FAVÖK	11,1
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	840
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	789
Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç	56
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri Medyan F/K (x)	13,8
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	765
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	777

Kaynak: Gürsel Turizm Fiyat Tespit Raporu

BİST Ana Pazar Şirketleri (mn TL)	Değer
Gürsel Turizm FAVÖK 2021/09 4Ç	76
BİST Ana Pazar Şirketleri Medyan FD/FAVÖK	12,3
BİST Ana Pazar Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	930
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
BİST Ana Pazar Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	880
Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç	56
BİST Ana Pazar Şirketleri Medyan F/K (x)	18,1
BİST Ana Pazar Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.009
BİST Ulaştırma Endeksi Şirketlerinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	944

Kaynak: Gürsel Turizm Fiyat Tespit Raporu

6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket gelirlerinin 2020 – 2026 yılları arasında yıllık bileşik %25,1 artacağı beklenirken 2026 yılında 1.7 milyar TL'lik gelire ulaşılması planlanmaktadır. 2021 yılının ikinci yarısında yapılan yüksek araç yatırımı ve enflasyonist ortamda atan fiyatlar gelirleri destekleyecektir. 2021 yılında artan amortisman brüt kar marjını aşağı çekerken sonraki yıllarda pandemi sonrası boşa çıkan tedarikçi sayısı marjı destekleyecektir. Pandemi baz etkisinin 2022'de sürmesi ile FAVÖK'te önemli bir büyümeye beklenmektedir.

2021 yılında yüksek yatırımın etkisi ile yatırım/net satış oranı %24 olarak gerçekleşirken projeksiyon döneminde rasyonun normalize olması ve %2,7-3,3 bandında hareket etmesi beklenmektedir. Projeksiyon döneminde yatırım/amortisman oranının ilerleyen dönemlerde 1x seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır. Şirket, düşük stok seviyesi yüksek ticari borç ve önden alınan avanslar nedeniyle önemli bir işletme sermayesi ihtiyacına gerek duymamaktadır. 2018, 2019, 2020 ve 201/09 döneminde sırasıyla işletme sermayesi/net satış payı -2,3%, -5,4%, 2,2% ve 0,8% olarak gerçekleşmiştir. 2021 sonunda söz konusu rasyonun, %1,1 olacağı beklenirken 2022-2030 döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek adına %1,1-1,6 bandında dalgalanacağı varsayılmaktadır.

2021 yılında kurumlar vergisi %25 olarak hesaplanırken 2022’de vergi oranının %23 ve sonraki yıllarda %20 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalaması olan %20,4 alınmıştır. Risk primi %5,5 kabul edilmiştir. Beta değeri 1,0x alınmıştır. Borçlanma maliyeti kullanılan krediler arasında en yüksek maliyetli krediler seçilerek %22,5 kabul edilmiştir. Toplam finansmandaki borç oranı 2021/09 mali tablolarına göre %50,6’dır. Projeksiyon döneminde ortalama vergi oranı olarak %20,8 kullanılmıştır. Bu varsayımlar ışığında AOSM %21,8 hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 847 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, yurtiçi benzerler çarpanına %20, Ana Pazar, Ulaştırma Endeksi ve yurtdışı benzerler çarpanlarına %10’ar ağırlık verilerek 919 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %21,9 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 8,25 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mn TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	847	50%	9,7
Ana Pazar	944,0	10%	10,9
Ulaştırma Endeksi	777	10%	8,9
Yurtdışı Benzerler	806	10%	9,3
Yurtiçi Benzerler	1.213	20%	13,9
Hedef Değer (TL)	919		10,56
Halka Arz İskontosu	-21,9%		
Adil Değer (TL)	718		8,25

Kaynak: Gürsel Turizm Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

İfo Yatırım tarafından Gürsel Turizm için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

Fiyat tespitinde “İndirgenmiş Nakit Akımları” ve “Piyasa Çarpanları Yöntemi” kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Şirketin fiyat oluşumunda İNA’nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.

Piyasa Çarpan Yönetimi’nde kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının doğru bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.

İNA yönteminde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetini hesaplarken kullanılan risksiz faiz oranının mevcut 10 yıllık tahvil faizinin altında olmasına karşın %20.4 kullanılmasını makul karşılıyoruz.

Fiyat tespitinde kullanılan %21,9 olan iskonto oranının daha yüksek olabileceği görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Gürsel Turizm için pay başına 8.25 TL halka arz fiyat aralığının yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.