

GÜLERMAK AĞIR SANAYİ İNŞAAT VE TAAHHÜT A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**

7 Ocak 2025

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

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, QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("QNB Yatırım") yetkili aracı kurum olduğu Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt Anonim Şirketi (kısaca "İhraççı", "Gülermak" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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

GÜLERMAK AĞIR SANAYİ İNŞAAT VE TAAHHÜT A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt Anonim Şirketi ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	8 - 9 - 10 Ocak 2025
Halka Arz Fiyatı	125,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	300.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	322.600.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	10,01% (Ek satış dahil 12,01%)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	32.300.000 (Ek satış dahil 38.760.000)
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (40%), Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (50%), Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar (10%)
Dağıtım Yöntemi	Bireyselle Eşit Dağıtım
Fiyat İstikrarı	10 gün süreyle planlanmaktadır.
Borsa Kodu	GLRMK
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Yatırım Menkul Değerler A. Ş.

Kaynak: Gülermak İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Kökleri 1958 yılında Vildan Güleriyüz tarafından kurulan şahıs şirketine dayanan Gülermak, kurulduğu 1976 yılından bugüne 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 birçok proje üstlenmiştir. Grup, yerel ve uluslararası pazarlarda farklı sektörlerdeki projelerin hayata geçirilmesinde almış olduğu roller neticesinde inşaat sektörü içerisinde bilgi birikimi ve iş deneyimi konusunda tecrübe kazanmıştır. 30 Eylül 2024 ile sona eren dönem itibarıyla Şirket, faaliyetlerini genel merkezi olan 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 Şirketin devam eden 31 adet projesi bulunmaktadır.

Faaliyet Alanları

İnşaat sektöründe kurulduğu günden bugüne büyük ölçekli ve karmaşık altyapı projelerinde faaliyet gösteren Grup, uluslararası "Engineering, Procurement and Construction" (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) ("EPC") yüklenicileri arasında yer almaktadır. Grup'un 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.

Backlog Bilgileri

Grup'un toplam backlogu 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla 187,28 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Grup'un toplam backlogunun proje türleri bazında dağılımına bakıldığında ise Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri 143,90 milyar TL ile ilk sırada, Demiryolu Projeleri 21,64 milyar TL ile ikinci sırada ve Otoyol Projeleri 15,41 milyar TL ile üçüncü sırada yer almaktadır. Diğer proje türlerine ait toplam backlog ise 6,33 milyar TL seviyesindedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
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 Kısım	B	-	-	32.300.000	10,01	38.760.000	12,01
Toplam		300.000.000	100	322.600.000	100	322.600.000	100

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2024/09	2023/12	2022/12	2021/12
Dönen Varlıklar	32.415.192.721	24.150.972.223	15.089.037.449	18.989.926.910
Duran Varlıklar	3.646.089.931	4.258.053.308	3.985.096.020	4.564.160.091
Toplam Varlıklar	36.061.282.652	28.409.025.531	19.074.133.469	23.554.087.001
Kısa Vadeli Yükümlülükler	22.832.568.760	15.759.147.751	11.057.412.687	13.348.455.850
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.210.038.572	7.586.612.613	3.419.312.826	4.123.114.452
Toplam Yükümlülükler	29.042.607.332	23.345.760.364	14.476.725.513	17.471.570.302
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7.018.675.320	5.063.265.167	4.597.407.956	6.082.516.699

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2024/09	2023/12	2022/12	2021/12
Hasılat	21.183.440.883	24.900.529.383	21.022.803.182	18.717.396.779
Satışların Maliyeti (-)	18.476.912.984	22.286.601.242	20.597.737.551	18.704.198.768
Brüt Kar / Zarar	2.706.527.899	2.613.928.141	425.065.631	13.198.011
Esas Faaliyet Karı / Zararı	2.577.377.162	2.889.169.568	1.074.026.967	1.433.694.147
Vergi Öncesi Kar	3.558.303.678	1.225.242.446	-614.430.544	888.812.871
Net Dönem Karı	2.666.468.956	1.543.346.250	174.962.786	663.332.291

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Makine ve Ekipman Alımı	45 – 50
KÖİ Projesi İşletme Sermayesi	30 – 35
Finansman Maliyetinin Azaltılması	20 – 25
Toplam	100

Kaynak: Gülermak İzahname

Fon Kullanım Özet Bilgi

- 1. Makine ve Ekipman Alımı (%45 – 50):** Şirket gerçekleştirmekte olduğu ve gerçekleştireceği projelerde özellikli makineler kullanmaktadır. Şirket'in başlamakta olduğu projeler kapsamında ağırlıklı olarak Köstebek – tünel delme makinesi (Tunnel Boring Machine, TBM) ihtiyacı doğmuştur. Bu nedenle halka arzdan elde edilecek fonun %45 ile %50 arasındaki bölümünün TBM ve TBM yedek parçası alımında kullanılması planlanmaktadır.

- KÖİ Projesi İşletme Sermayesi (%30 – 35):** Şirket Polonya’da mukim bağlı ortaklığı aracılığı ile “Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi (PPP)” yatırım projesini üstlenmiştir. Halka arzdan elde edilecek fonun %30 ile %35 arasındaki bölümünün bu projenin işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak amacı ile kullanılması planlanmaktadır.
- Finansman Maliyetinin Azaltılması (%20 – 25):** Şirket, finansal borçlarını erken ödeyerek nakit yönetimini daha verimli hale getirmeyi hedeflemektedir. Halka arzdan elde edilecek fonun %20 ile %25 arasındaki bölümünün bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.

Not: Şirket menfaatlerini gözeterek kategoriler arasında %10 ile sınırlı olmak üzere geçiş yapabilecektir. Halka arzdan elde edilen net gelir, yukarıda yer alan alanlarda kullanılmaya başlanana kadar kur korumalı mevduat, TL cinsinden mevduat ve/veya Eurobond ve/veya yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları suretiyle nemalandırılacaktır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Gülermak için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılmıştır. Şirketin ağırlıklandırılmış piyasa değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemine %60, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine %40 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İNA değerlemesi kapsamında Şirket’in 01.10.2024 ile 31.12.2032 tarihleri arasında yaratacağı nakit akımları ve 31.12.2032 tarihi sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Değerleme kapsamında işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. 01.10.2024 – 31.12.2032 projeksiyon dönemini kapsayan İNA yöntemi’nde kullanılan 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 alınmıştır. Piyasa risk primi olarak genel yaklaşım korunarak risk primi %6 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir. Kurumlar vergisi oranı Şirket’in yurtdışında yer alan faaliyetleri dikkate alınarak buradan elde edilen hasılatların üzerinden ağırlıklı ortalamaları hesaplanmış, projeksiyon dönemi boyunca efektif vergi oranı %20 alınmıştır.

İNA Tablosu	
Beta	1,00
Risksiz Faiz Oranı	5,45%
Ülke Risk Primi	6,00%
Sermaye Maliyeti	11,45%
Borçlanma Maliyeti	7,63%
Vergi Oranı	20,00%
Borç Oranı	43,00%
Özkaynak Oranı	57,00%
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Maliyeti	9,20%

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ile değerlendirme sonucunda Gülermak'ın ortalama piyasa değeri 1.377.021.350 EUR olarak hesaplanmıştır.

6.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Gülermak'ın Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile piyasa değeri hesaplanırken FD/FAVÖK çarpanı baz alınmıştır. Analizde Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ile Değerleme %30, Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı ile Değerleme ise %70 olarak ağırlıklandırılmıştır. Dikkate alınan benzer şirketlerden çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketler değerlendirilmede dikkate alınmamıştır. Benzer şirketlerin FD/FAVÖK değerleri hesaplanırken 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Uç değerlerin eliminasyonu sonrası benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK çarpanı değerlendirilmede kullanılmıştır. Benzer şirketlerin çarpan değerleri "CapitalIQ" platformu üzerinden elde edilmiş olup 15.11.2024 tarihli piyasa verileridir.

6.2.1 Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ile Değerleme

Piyasa Çarpanları Analizinde kullanılan yurt içi benzer şirketler grubu kapsamındaki şirketler seçilirken BİST İnşaat (XINSA) endeksinde yer alan şirketler ve yurt içinde taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler dikkate alınmıştır. 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 tutarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu kapsamda değerlendirilen ve Borsa İstanbul'da ENKAI, GESAN, KUYAS, SANEL, YAYLA, YESIL, TKFEN, ALARK, ANELE, ORGE, BRLSM, DAPGM, EDIP ve TURGG kodları ile işlem gören 14 şirketin uç değerlerin eliminasyonu sonrası medyan FD/FAVÖK çarpanı 12,3x olarak hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanı ile Şirket Değeri Hesaplaması	
Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	12,3x
FAVÖK (EUR)	119.439.940
Firma Değeri (EUR)	1.471.276.923
Şirketin Net Finansal Borç Tutarı (EUR)	-70.975.486
Hesaplanan Piyasa Değeri (EUR)	1.542.252.409

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

6.2.2 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı ile Değerleme

Piyasa Çarpanları Analizinde kullanılan yurt dışı benzer şirketler grubu kapsamındaki şirketler seçilirken, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde yurt dışında faaliyet gösteren halka açık şirketler dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK çarpanları, yurt dışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin 30.09.2024 tarihli firma değerlerinin, 01.10.2023 – 30.09.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Bu kapsamda değerlendirilen 19 şirketin uç değerlerin eliminasyonu sonrası medyan FD/FAVÖK çarpanı 8,8x olarak hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK Çarpanı ile Şirket Değeri Hesaplaması	
Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	8,8x
FAVÖK (EUR)	119.439.940
Firma Değeri (EUR)	1.046.990.579
Şirketin Net Finansal Borç Tutarı (EUR)	-70.975.486
Hesaplanan Piyasa Değeri (EUR)	1.117.966.065

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

6.2.3 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi Sonucu

Gülermak'ın Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile ortalama piyasa değeri hesaplanırken FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Şirketin ağırlıklandırılmış piyasa değeri hesaplanırken yurt içi benzer şirketler grubu ile yapılan değerlemeye %30, yurt dışı benzer şirketler grubu değerlemeye ise %70 oranında ağırlık verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Ortalama Piyasa Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri (EUR)
Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanına Göre Piyasa Değeri	30%	1.542.252.409
Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanına Göre Piyasa Değeri	70%	1.117.966.065
Ağırlıklandırılmış Ortalama Piyasa Değeri	100%	1.245.251.968

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile değerlendirme sonucunda Gülermak'ın ağırlıklandırılmış ortalama piyasa değeri 1.245.251.968 EUR olarak hesaplanmıştır.

6.3 Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi %40 ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi %60 olarak ağırlıklandırılmıştır. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış şirket değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Piyasa Değeri (EUR)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (EUR)
İNA Modeline Göre Piyasa Değeri	1.377.021.350	40%	550.808.540
Piyasa Çarpanları Analizine Göre Piyasa Değeri	1.245.251.968	60%	747.151.181
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		100%	1.297.959.721

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

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

Kaynak: Gülermak Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %40, Piyasa Çarpanları Analizine %60 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan Analizi kısmında FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun buluyoruz.

Sonuç olarak, Gülermak için hesaplanan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 125,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir. 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.