

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.ř.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

06.01.2025

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu ("FTR")'ndan alınmıştır.

1. Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ("Gülermak" , "GLRMK" veya "Şirket")

Grup'un ana faaliyet konusu yurt içi ve yurt dışında 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 bağlı ortaklık, 26 adet adi ortaklık ve 7 şube ile sürdürmektedir. 30.09.2024 itibarıyla Grup'un 31 adet devam eden projesi bulunmaktadır.

2. Mali Tablolar

2.1. Gelir Tablosu

TMS 29 uygulaması uyarınca 30 Eylül 2024 tarihi satın alma gücü esasına göre TL cinsinden ifade edilmiş tutarlardır.

Gelir Tablosu - TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
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 Kâr/(Zarar)	13.198.011	425.065.631	2.613.928.141	1.049.663.897	2.706.527.899
Genel Yön. Gid.	-192.803.020	-250.656.928	-244.355.691	-270.934.613	-313.340.086
Esas Faal. Diğ. Gel.	2.526.948.517	1.115.542.177	1.624.844.083	2.389.698.413	686.228.464
Esas Faal. Diğ. Gid.	-913.649.361	-215.923.913	-1.105.246.965	-1.325.550.200	-502.039.115
Faaliyet Kârı / (Zararı)	1.433.694.147	1.074.026.967	2.889.169.568	1.842.877.497	2.577.377.162
Yatırım Faal. Gel.	34.021.310	26.546.634	19.274.663	25.776.640	101.590.858
Yatırım Faal. Gid.	-7.176.291	-5.634.942	-42.157.548	0	-1.392.082
Özkaynak Yönt. Değ.	-21.621.575	230.012.435	-255.503.557	-181.122.736	0
Fin. Gel. Ön. Faal. Kârı	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
Parasal Kazanç/Kayıp, Net	-392.798.444	-1.732.205.980	-1.502.504.398	-1.163.783.190	804.669.255

Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	888.812.871	-614.430.544	1.225.242.446	499.442.169	3.558.303.678
Vergi Gelir/(Gideri)	-199.241.504	798.053.726	335.743.386	-96.363.736	-891.834.722
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	-97.447.603	-242.298.751	-218.233.953	-204.335.504	-74.650.658
Ert. Vergi Gelir (Gideri)	-101.793.901	1.040.352.477	553.977.339	107.971.768	-817.184.064
Sürd. Faal. Dön. Karı	689.571.367	183.623.182	1.560.985.832	403.078.433	2.666.468.956
Durd. Faal. Dön. Zararı	-26.239.076	-8.660.396	-17.639.582	-5.175.692	0
Dönem Net Kârı/(Zararı)	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	397.902.741	2.666.468.956

2.2. Bilanço

TMS 29 uygulaması uyarınca 30 Eylül 2024 tarihi satın alma gücü esasına göre TL cinsinden ifade edilmiş tutarlardır.

Varlıklar - TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
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 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 İnş. ve Taah. İşlerinden Doğan Söz. Alacak.	10.746.445.196	6.996.967.559	10.018.207.301	13.330.158.048
İmtiyaz Sözleş. İlişkin Fin. 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
Sat. Amaçlı Elde Tutulan Var.	271.485.439	287.050.440	0	0
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
Diğer Alacaklar	126.532.739	141.932.169	17.198.707	13.967.294
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	136.697.127	355.515.099	0	0
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 Hakkı Varlıkları	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 Sözleş. İlişkin Fin. 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 - TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.348.455.850	11.057.412.687	15.759.147.751	22.832.568.760
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.426.753	928.446.457	767.225.895	1.921.056.761
Kiralama İşlem. Yük.	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
Çal. Sağ. Fayd. Kap. 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 İnş. ve Taah. İş.	1.982.411.487	2.005.364.977	2.596.305.727	1.488.661.321
Doğan Söz. Yük.				
Dönem Karı Vergi Yük.	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
Diğer KV Yük.	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
Sat.Amaçlı Elde Tutulan Yük.	40.051.355	60.122.346	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.123.114.452	3.419.312.826	7.586.612.613	6.210.038.572
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	133.885.799	1.976.842.921	3.252.904.051
Kiralama İşlem. Yük.	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 Yük.	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
Özkaynaklar	6.082.516.699	4.597.407.956	5.063.265.167	7.018.675.320
TOPLAM KAYNAKLAR	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

QNB Yatırım - Gülermak Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	300.000.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	38.760.000
<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>22.600.000</i>
<i>Ortak Satışı (Ek Satış Dahil)</i>	<i>16.160.000</i>
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	322.600.000
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	12,0%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	125 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	4.845.000.000
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri (<i>İskonto Öncesi</i>)	46.889.443.896
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>20%</i>
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	37.500.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	40.325.000.000

4. Değerleme Yöntemleri

QNB Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de, GLRMK paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla kullanılan yöntemler aşağıda yer almaktadır.

1) Çarpan Analizi

2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Nihai değer hesaplanırken Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine %60, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerine ise %40 ağırlık verilmiştir.

4.1. Çarpan Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Gülermak Şirket değeri­nin hesaplanmasında, piyasa arpanları analizinde BİST’te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları GLRMK ile benzerlik gösteren benzer şirketlerin arpanları kullanılmıştır. FD/FAVÖK analizinde 20,0’den büyük ve 5,0’ten küçük çarpanlar uç değeri olarak değerlendirilerek, değeri­lemede hesaba katılmamıştır. Ayrıca seçilmiş benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK arpanı hesaplanırken 15.11.2024 tarihinde 2024/09 finansallarını açıklamamış şirketler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

FD/FAVÖK analizinde kullanılan FAVÖK tutarı, Brüt Kar – Genel Yönetim Giderleri +Amortisman şeklinde hesaplanmıştır.

Net Borç tutarı, kısa ve uzun vadeli finansal borçlar ve kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlölüklerden nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmıştır. Net borç hesaplanırken; finansal yatırımların, Şirket’in Romanya projeleri için kesin teminat sağlanana kadar bankaya vermiş olduğu nakit depozitolarını içermesi nedeniyle kısa vadede likide dönüşmesi beklenmediğinden, finansal yatırımlar tutarı net finansal borç hesaplamasına dahil edilmemiştir. Ayrıca 2.918 TL tutarındaki yatırım fonları da tutarın düşük olması sebebiyle net finansal borç hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Şirket’in finansalları TMS 29 uygulanmış ve 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir. FAVÖK ve Net Borç tutarları hesaplanırken bağımsız denetimden geçmiş TL tutarlar, 30.09.2024 TCMB EUR/TRY döviz alış kuru (38,0180) kullanılarak Euro’ya çevrilmiştir.

Değeri­lemede Kullanılan Finansallar	EUR
2023/09-2024/09 Dönemi FAVÖK	119.439.940
Net Borç Pozisyonu	-70.975.486

Benzer Şirket arpanları	arpanlar
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan F/K arpanı (x)	8,8
Yurt içi Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK arpanı (x)	12,3

Yurt içi benzer şirketler arpanına %30,0 yurt dışı benzer şirketlerin arpanına %70,0 ağırlık verilmiştir.

Çarpan Analizinden Hesaplanan Değeri	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK arpanı	1.117.966.065	70,0%	782.576.246
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK arpanı	1.542.252.409	30,0%	462.675.723
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (EUR)		100,0%	1.245.251.968

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin özet veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. FTR'de Şirket Değeri'nin hesaplanmasında; 2024/09 - 2032 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ("AOSM") aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde hesaplanmıştır.

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

- Türkiye Devleti Avro cinsi eurobond tahvilinin 15 Kasım 2024 tarihli piyasa kapanışının 6 aylık ortalama getirisi risksiz getiri oranı olarak baz alınmıştır.
- Şirket'in borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı üzerine %40 prim eklenerek hesaplanmıştır.
- Şirket'in yurt dışındaki faaliyetleri dikkate alınarak ağırlıklı ortalama vergi oranı hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca efektif vergi oran %20 alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları tablosu aşağıda yer almaktadır, Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %1,0 olarak kullanılmıştır.

İNA Projek. (Eur mn)	2024/4Ç	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
Brüt Kar	45	116	158	176	154	149	160	168	181	200
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>10,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,2%</i>
FVÖK	39	102	139	155	135	131	140	147	159	175
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>9,4%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,7%</i>
Amortisman	10	19	25	28	25	25	26	28	30	33
FAVÖK	49	121	164	184	160	156	167	175	189	208
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,5%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>12,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,7%</i>
Vergi	-8		-28	-31	-27	-26	-28	-29	-32	-35
Yatırım	-10		-25	-28	-25	-25	-26	-28	-30	-33
İşlet. Serm. Değ.	36		1	-42	44	-1	-17	-21	-32	-31
SNA	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	0,7	0,64	0,58	0,53	0,49
İNA	66,35		101,71	68,3	115,53	71,81	60,76	56,62	50,7	53,64
SNA Bugünkü Değeri	645									
Uç Büyüme Oranı	1,00%									
Uç Değer	661									
Firma Değeri	1.306									
Net Borç	-71									
Piyasa Değeri	1.377									

5. Sonuç

QNB Yatırım tarafından; Çarpan Analizi'nin %60, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin %40 oranları ile ağırlıklandırılması sonucunda Şirket Değeri (halka arz iskontosu öncesi) 1.297.959.721 EUR tespit edilmiştir. Bu tutar 15.11.2024 TCMB EUR/TRY Döviz alış kuru (36,1255) ile çevrilerek 46.889.443.896 TL hesaplanmıştır. Çıkarılmış sermayesi 300.000.000 TL olan Gülermak'ın pay fiyatı 156,30 TL (halka arz iskontosu öncesi) olarak hesaplanmıştır. Söz konusu fiyata uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası Şirket Değeri 37.500.000.000 TL, halka arz birim pay fiyatı 125,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı
Çarpan - EUR	1.245.251.968	60%	747.151.181
İNA - EUR	1.377.021.350	40%	550.808.540
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri - EUR			1.297.959.721
Şirket Özsermaye Değeri - TL			46.889.443.896
Pay Değeri			156,30
Halka Arz İskontosu			20%
İskontolu Özsermaye Değeri			37.500.000.000
İskontolu Pay Değeri			125,00

6. QNB Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde QNB Yatırım tarafından hazırlanan FTR’de yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

FTR’de; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yöneme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Fiyat Tespit Raporu’na İlişkin Görüşlerimiz:

- Şirket ve Şirket’in faaliyet gösterdiği sektör hakkında yeterince bilgi verildiği ve değerlendirme metodunun yeterince açıklandığı görüşünderiz.
- Çarpan Analizi’nde Benzer Şirketler olarak BİST’te ve yurt dışında işlem gören ve faaliyet konuları GLRMK ile benzerlik gösteren şirketlerin çarpanlarının kullanılmasının makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizinden hesaplanan değere %60,0 indirgenmiş nakit akımları analizinden hesaplanan değere %40,0 ağırlık verilmesinin ve makul ve muhafazakar olduğu görüşünderiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde gelir projeksiyonundaki kalemlerin ayrı ayrı açıklanarak tahmin edilmesinin detaylı ve açıklayıcı olduğunu değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak;

Yukarıdaki görüşlerimiz ile birlikte; beklenen değerlerin oluşmasının, projeksiyonların gerçekleşmesine doğrudan bağlı olduğuna dikkat çekerek halka arz şirket değerini makul buluyoruz.

Uyarı Notu

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 rapor ABD’de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.