



**Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**

TACİRLER
YATIRIM

07/01/2025

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	3
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	3
3. Şirket Hakkında	4
4. Ortaklık Yapısı	6
5. Finansal Tablolar	7
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	12
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	13
8. Görüş	19

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından, yetkili Qnb Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“QNB Yatırım”)’nin, Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt Anonim Şirketi (Kısaca “İhraççı”, “Gülermak” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. (“GLRMK”)
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	8-9-10 Ocak 2025
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Yurtiçi Bireysel ve Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılara Eşit Dağıtım, Kurumsal Yatırımcılara ise ihraççı ve aracı kurum kararı ile
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	22.600.000 TL (Sermaye Artırımı) 9.700.000 TL (Ortak Satışı) 6.460.000 TL (Ek Pay Satışı)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	322.600.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	4.800.000.000 TL (Ek Satış Hariç)
	4.845.000.000 TL (Ek Satış Dahil)
Halka Açıklık Oranı	%10,01 (Ek Satış Hariç)
	%12,01 (Ek Satış Dahil)
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 12.920.000 TL (%40)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 16.150.000 TL (%50)
	Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar: 3.230.000 TL (%10)
	Ek satış gerçekleşmesi durumunda, ek satışa konu payların yatırımcı grupları arasındaki dağılımı tahsisat oranlarına bağlı kalmadan QNB Yatırım’ın önerileri de dikkate alınarak, Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahipleri tarafından belirlenecektir.
Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcı Kriterleri	3.230.000 Lot (Ek Satış Hariç)
	3.876.000 Lot (Ek Satış Dahil)
Halka Arz İskontosu	%20,0
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	125,00 TL
Fiyat İstikrarı	Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren brüt halka arz gelirlinin (ek satış dahil) %20’si 10 gün boyunca QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Gülermak İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Gülermak kurulduğu 1958 yılından bu tana faaliyetlerini sürdürmekte olup dünya çapında anahtar teslimi inşaat altyapı ve endüstriyel inşaat projeleri yürütmektedir.

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 projelerinin inşaatının 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 adet bağlı ortaklık, 26 adet adi ortaklık ve 7 şube ile sürdürmektedir. 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla Grup’un 31 adet devam eden projesi bulunmaktadır.

Grup’un ulaşım ve altyapı projeleri 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla 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. Grup dünya çapında 300 kilometrenin üzerinde tünel, 120 yeraltı metro istasyonu ve 1.500 kilometreden fazla demiryolu/ YHT hattı ve 40’tan fazla TBM’in kullanımı/işletilmesini gerçekleştirmiştir.

Faaliyet Alanları:

Grup’un faaliyetleri temel olarak ulaşım ve altyapı projeleri ve yatırım projeleri (gelir üretmeyi uzun vadede sürdürecektir projeler) ile iki ana kola odaklanmaktadır.

1- Ulaşım ve Altyapı Projeleri: Grup temel olarak büyük ölçekli ve kompleks inşaat, altyapı ve endüstriyel inşaat projelerin üzerine odaklanmış olup 30 Eylül 2024, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2021 tarihlerinde sona eren dönemlere ait toplam gelirin tamamı ulaşım ve altyapı projelerinden elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Grup’un ulaşım ve altyapı taahhüt sektöründeki faaliyetleri, hizmetleri ve uygulamalarına ilişkin detaylara aşağıda yer verilmektedir.

a. Metro, Hafif Raylı Sistemler ve Tramvay Projeleri: Grup, yer altı ve yer üstü metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projelerini ihale içeriğine göre ya bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Grup, metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projelerinden toplam 13.730.226.492 TL gelir elde etmiş olup aynı tarih itibarıyla Grup’un toplam gelirlerinin yaklaşık %64,82’sini oluşturmuştur. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Grup’un metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projelerinden toplam backlog’u 143.904.525.047 TL olup, aynı tarih itibarıyla Grup’un toplam backlog içerisindeki payı %76,84’tür. Grup’un tamamlanmış olan bazı önemli metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projeleri aşağıda yer almaktadır.

- İstanbul Mecidiyeköy- Mahmutbey Metro
- İstanbul Otogar- Bağcılar Raylı Toplu Taşıma Sistemi
- Varşova Metrosu Hat II
- Eskişehir Tramvayı
- Atatürk Havalimanı- Yenibosna Hafif Raylı Sistemler

b. Demiryolu Projeleri: Grup, 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 Grup, demiryolu projelerinden toplam 2.065.781.666 TL gelir elde etmiş olup aynı tarih itibarıyla demiryolu projeleri Grup'un toplam gelirlerinin yaklaşık %9,75'ini oluşturmuştur. 30 Eylül 2024 tarihinde sonra eren dönem itibarıyla Grup'un demiryolu projelerinden toplam backlogu 31.636.278.954 TL olup, aynı tarih itibarıyla metro, demiryolu projelerinin backlogunun, Grup'un toplam backlogunun içerisindeki payı %11,55'tir. Grup'un tamamlanmış olan bazı önemli demiryolu projeleri aşağıda yer almaktadır.

- Samsun-Kalın Trenyolu Projesi
 - Konya-Karaman Hızlı Tren Demiryolu
- c. **Otoyol Projeleri:** Grup, 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 Grup, otoyol projelerinden toplam 5.243.754.074 TL gelir elde etmiş olup aynı tarih itibarıyla otoyol projeleri Grup'un toplam gelirlerinin yaklaşık %24,75'ini oluşturmuştur. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Grup'un otoyol projelerinden toplam backlogu 15.407.610.152 TL olup aynı tarih itibarıyla otoyol projelerinin backlogu, Grup'un toplam backlogu içerisindeki payı %8,23'tür.
- d. **Diğer Projeler:** Grup, ulaşım ve altyapı projelerine ek olarak depo ve hidroelektrik santral inşaatı projeleriyle de iştigal etmektedir. Grup'un diğer projeleri arasında ayrıca endüstriyel projeler, enerji projeleri ve çevre projeleri yer almaktadır. 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla Grup, diğer projelerinden toplam 143.678.651 TL gelir elde etmiş olup aynı tarih itibarıyla diğer projeler Grup'un toplam gelirlerinin yaklaşık %0,68'ini oluşturmuştur. 30 Eylül 2024 tarihinde sonra eren dönem itibarıyla Grup'un diğer projelerinden toplam backlogu 6.330.452.990 TL olup, Grup'un toplam backlogu içerisindeki payı %3,38'dir.
- Endüstriyel Projeleri: Grup, çimento fabrikaları, şeker fabrikaları ve cam fabrikalarını ihale içeriğine göre ya bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir.
 - Enerji Projeleri: Grup, hidroelektrik santralleri ve doğalgaz çevrim santrallerini ihale içeriğine göre bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir.
 - Çevre Projeleri: Grup, deniz, göl ve nehir tarama, atık su artıma tesisleri ve içme suyu hatlarını ihale içeriğine göre ya bünyesinde yer alan ekipleriyle ya da dışarıdan hizmet alımıyla tasarlamakta ve inşa etmektedir.

2- **Yatırım Projeleri:** Grup, bazı ulaşım ve altyapı projelerinin yatırımcı olarak işletmesini yüklenmektedir. Bu kapsamda işletim süresi içinde, aynı zamanda bakım onarımından da sorumlu olduğu ulaşım sektörü yatırım projesi bulunmaktadır.

- a. **Krakov Yüksek Hızlı Tramvay İşletme Projesi (PPP):** KOİ kapsamında bir proje olan Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi'nin finansmanı tamamlanmış olup, proje FTR 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. Tramvay hattı içeren proje tramvay alımını kapsamamaktadır. İlgili projede Grup, SPV seviyesinde, inşaat seviyesinde ve bakım ile onarım seviyesinde grup şirketleri ile projenin %100 hakkına sahiptir. Projenin sözleşmesi 31 Aralık 2020 tarihinde imzalanmış ve finansmanı EBRD, EIB, Bank Pekao SA PFR tarafından sağlanmıştır. Projenin inşaat tutarı 7.415 milyon TL düzeyinde olup diğer masraflar ile beraber 8.944 milyon TL tutarında bir yatırım öngörülmüştür. Finansman açısından Grup'un sermaye yükümlülüğü 1.247 milyon TL düzeyinde olup kalan 7.697 milyon TL ilgili bankalar

tarafından imzalanan finansal kredi anlaşması çerçevesinde sağlanmaktadır. Proje inşaatı 27 Kasım 2025 tarihinde bitecek olup Grup 20 yıl boyunca bakım ve onarım hizmeti verecektir. Proje’de tramvay hattının bakım ve onarım maliyeti Krakow Belediyesi’ne aittir. Krakow Belediyesi ile yapılan anlaşma dahilinde Krakow Belediyesi her ay bakım onarım maliyetini 2045 yılına kadar Grup’a ödemekle yükümlüdür. Ödemeler enflasyon, işçi maliyetleri ve temel alım ihtiyaçlarına endeksli yıllık bir eskalasyon ile endekslenmektedir.

Hammadde, Ekipman ve Tedarikçiler:

Grup’un projelerinde kullandığı başlıca hammaddeler çelik, demir, beton, bakır ve raylı sistem inşaatlarına ise özellikle ray bağlantılı elemanları ve bazı özel ray ekipmanlarıdır. Bu ürünler ve bileşenler, düzenli olarak izlenen hammadde stoklarına (alüminyum, bakır, nikel ve demir gibi) ve emtia fiyat dalgalanmalarına tabidir. Doğrudan malzeme maliyetleri, Grup’un 30 Eylül 2024, 30 Eylül 2023, 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2021 tarihlerinde sonra eren dönemlerdeki toplam maliyetlerinin sırasıyla %21,07, %24,77, %27,60, %33,80 ve %25,852ini oluşturmuştur.

Grup’un kendi hazırladığı onaylı tedarikçi havuzu sayesinde tedarikçilerden temin ettikleri ürünlerin kalitesi, teslim süreleri, teslim şekilleri, yazılı teyit ettikleri koşullara uyma oranları, fiyat politikaları, satış sonrası hizmetleri, yedek parça stok ve temin durumları, sorulan teknik ve/veya ticari sorulara yanıt hızları, kullandıkları yazılımların uyumu, lokasyonları vb. birçok parametreye göre kategorik olarak değerlendirilmektedir. Tedarikçilerin seçimi büyük oranda tedarikçi havuzundan yapılmaktadır. Yeni ya da farklı bir tedarikçi seçimini gerektirecek bir durum ortaya çıktığında ise piyasa araştırması yapılarak tedarikçi havuzu genişletilmektedir. Tedarik edilen hammadde ve ekipman lojistiği genellikle tedarikçi tarafından sağlanmaktadır.

TBM ve elektromekanik gibi büyük hacimli bazı ana ekipmanlar, iş süreçleri içerisinde Grup tarafından tedarikçilerden doğrudan satın alınmaktadır. Bu ekipmanlar proje maliyetlerine amortisman yoluyla etki etmektedir.

4. Ortaklık Yapısı

Şirket’in çıkarılmış sermayesi 300.000.000 TL olup birim pay değeri 1,00 TL olan 300.000.000 adet paydan oluşmaktadır. Bu payların 153.000.000 adedi A Grubu nama yazılı, 147.000.000 adedi B Grubu hamiline yazılı paylardır.

Şirket’in çıkarılmış sermayesinin 300.000.000 TL’den 322.600.000 TL’ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek 22.600.000 TL nominal değerli 22.600.000 adet B Grubu pay ve mevcut ortaklardan Gülermak Emlak Yapı İnşaat ve Yatırım A.Ş’nin sahip olduğu toplam 6.596.000 TL nominal değerli 6.596.000 adet B Grubu pay ile Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş’nin sahip olduğu toplam 3.104.000 TL nominal değerli 3.104.000 adet B Grubu payın halka arzı gerçekleştirilecektir.

Ek satış olması halinde, Halka Arz Eden Pay Sahiplerinin sahip olduğu azami 6.460.000 TL nominal değerli 6.460.000 adet B Grubu paylar da dağıtımına tabi tutulacaktır.

Halka arzdan elde edilecek gelir ile Şirket, elde edeceği fonun yaklaşık %45 ile %50 oranında TBM ve TBM (köstebek- tünel delme makinesi) yedek parçası alımında , %30 ile %35 oranına tekabül eden bölümünü KOİ (Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi) projesinin işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak ve finansman maliyetinin azaltılmasına kullanacaktır.

Halka arz sonrasında Şirket sermaye yapısının aşağıdaki tablodaki gibi olması planlanmaktadır:

Ortağın Adı - Soyadı	Pay Grubu	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı					
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		TL	%	TL	%	TL	%
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	0	0,00	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 FTR

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur. 31 Aralık 2023,2022 ve 2021 tarihli finansal tablolarda yer alan tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe 30 Eylül 2024 satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
Varlıklar	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	30-Eyl-24
Dönen Varlıklar	18.718.441.471	14.801.987.009	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
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	10.807.360	10.413.710	1.803.331	7.936.930
- İlişkili 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
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	52.629.788	146.361.090	1.253.192.980	1.196.724.967
- İlişkili 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 Sözleşmelerine 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
Satış Amaçlı Elde Tutulan Varlıklar	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
- İlişkili 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
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	119.997.956	0	0
- İlişkili 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	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 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 Varlıklar	23.554.087.001	19.074.133.469	28.409.025.531	36.061.282.652
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13.348.455.850	15.759.147.751	11.057.412.687	22.832.568.760
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.426.753	767.225.895	928.446.457	1.921.056.761
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	103.507.321	40.084.435	36.382.391	33.334.352

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)				
Varlıklar	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	30-Eyl-24
Ticari Borçlar	6.559.982.746	6.982.052.310	4.572.403.767	5.861.551.384
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	61.082.613	0	0	3.882.408
- İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar	6.498.900.133	6.982.052.310	4.572.403.767	5.857.668.976
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	128.172.451	156.029.997	199.851.996	266.423.234
Diğer Borçlar	918.060.106	926.410.550	706.448.279	684.610.088
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	10.842.587	0	0	0
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	907.217.519	926.410.550	706.448.279	684.610.088
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	1.982.411.487	2.596.305.727	2.005.364.977	1.488.661.321
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	205.239	214.341.170	158.979.540	98.370.618
Kısa Vadeli Karşılıklar	584.922.101	492.603.460	449.373.215	642.112.325
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	138.413.608	118.853.612	114.727.242	94.564.572
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	446.508.493	373.749.848	334.645.973	547.547.753
Ertelenmiş Gelirler	2.744.230.965	2.904.215.368	1.842.834.653	11.679.803.430
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	285.485.326	679.878.839	97.205.066	156.645.247
Ara Toplam	13.308.404.495	15.759.147.751	10.997.290.341	22.832.568.760
Satış Amaçlı Elde Tutulan Yükümlülükler	40.051.355	0	60.122.346	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.123.114.452	7.586.612.613	3.419.312.826	6.210.038.572
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	1.976.842.921	133.885.799	3.252.904.051
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	261.833.817	74.815.890	79.153.807	12.540.243
Ticari Borçlar	48.005.583	22.034.962	11.437.869	13.076.155
Diğer Borçlar	649.363.090	74.228.892	64.877.244	91.382.596
Uzun Vadeli Karşılıklar	47.439.464	64.948.257	43.551.696	51.363.077
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.384.874.428	1.553.600.857	941.655.207	1.590.162.876
Ertelenmiş Gelirler	1.731.598.070	3.820.140.834	2.144.751.204	1.198.609.574
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	6.082.516.699	5.063.265.167	4.597.407.956	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	4.410.257	-1.767.755	-883.890	-1.678.968
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.390.059.401	-1.650.347.233	35.547.025	-2.361.494.823
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	133.487.698	145.119.084	141.139.144	145.119.084
Geçmiş Yıllar Karları	3.001.847.866	4.137.535.635	3.357.263.705	5.680.881.885
Net Dönem Karı	663.332.291	1.543.346.250	174.962.786	2.666.468.956
Toplam Kaynaklar	23.554.087.001	28.409.025.531	19.074.133.469	36.061.282.652

Kaynak: İzahname

Varlıklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 23.554.087.001 TL, 19.074.133.469 TL, 28.409.025.531 TL, 36.061.282.652 TL olarak gerçekleşmiştir.

Dönen Varlıklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 18.718.441.471 TL, 14.801.987.009 TL, 24.150.972.223 TL ve 32.415.192.721 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, devam eden inşaat ve taahhüt işlerinden doğan sözleşme alacakları, imtiyaz sözleşmelerine ilişkin finansal varlıklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar, diğer dönen varlıklar ve satış amaçlı elde tutulan varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Nakit ve nakit benzerlerinin 2022'de bir önceki yıla göre %21 azalmasının nedeni 2022 yılı içerisinde projelerin maliyetlerinde kullanılmış olmasıdır. 2023 yılında artış ise ağırlıklı olarak Polonya ve Hindistan'daki projelerden 2023 yılı itibarıyla tahsil edilen hakkedişlerden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2023 ile 30 Eylül 2024 tarihleri arasındaki nakit ve nakit benzerleri kalemindeki artış ise Romanya'da yer alan projelere ait avans alınmasından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli finansal yatırımları 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla 4.832 TL, 3.490 TL, 400.902.783 TL ve 370.147.821 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2023 itibarıyla bir önceki yıllarla karşılaştırıldığında bakiyedeki temel artışın sebebi kullanımı kısıtlı (bloke) mevduat banka bakiyesidir.

İlgili bakiye Romanya Şube'nin Bükreş Metro Projesi için vermiş olduğu nakit teminatlardan oluşmaktadır.

Grup'un ticari faaliyetleri ile alakalı müşterilerine faturalandırdığı ancak tahsil edilmemiş tutarlar ticari alacaklar altında izlenmektedir. 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla 517.878.193 TL, 1.572.656.922 TL, 2.049.411.971 TL ve 5.498.044.740 TL olarak gerçekleşmiştir. İşbu izahnamede yer alan tüm dönemler itibarıyla ticari alacaklar, proje sayısı ve iş hacmindeki artış ile paralel bir şekilde artmıştır. Ticari alacaklar, normal iş akışında verilen hizmetler için müşteriden olan alacaklardan oluşmaktadır. İşbu izahnamede yer alan tüm dönemler itibarıyla ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklardaki artış bilanço tarihleri itibarıyla iadelere kesilmiş fakat tahsilatı gerçekleşmemiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Grup'un raporlama tarihi itibarıyla proje ilerlemelerine göre hesaplanan alacaklarının, müşterilere fiilen kesilen fatura tutarlarını aşan kısmı, devam eden inşaat ve taahhüt işlerinden doğan sözleşme alacakları/(yükümlülükleri) başlığı altında sunulmaktadır. Devam eden inşaat ve taahhüt işlerinden doğan sözleşme alacakları hesabı bakiyesinin 2023 yılında bir yıla göre %43 oranında artmasının nedeni Grup'un Polonya'da yer alan Varşova Metro Mory Projesi sözleşmesinin idare ile anlaşarak revize edilmesi ile ortaya çıkan fiyat farkları ve Hindistan'da yer alan Surat Metro ve İzmir Buca Metro Projesi'nin ilerleme oranının dolayısıyla hakkediş tutarının artmasıdır. 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla bakiye artışının temel nedeni işe İzmir Buca Metro Projesi, Krakow Yüksek Hızlı Tramvay Projesi ve Ispartakule Çerkezköy Demiryolu hattı için proje ilerlemelerinin gerçekleşmiş fakat ilgili tutarın iadelere faturalandırılmamasıdır.

Şirket'in stokları ağırlıklı olarak demir, sac, profil, ray ve ray bağlantılı malzemeleri, yedek parça ve sarf malzemelerinden oluşmaktadır. İşbu izahname dönemleri itibarıyla Grup'un stokları büyük ölçüde ilk madde ve malzeme stoklarından oluşmakta olup, yıllara sâri olarak artan iş hacmi ve proje ilerlemelerine paralel olarak artış göstermektedir.

Şirket'in maddi duran varlıklar kalemi 2021,2022 ve 2023 yıllarında benzer seviyelerde gerçekleşmiştir. 30.09.2024 tarihini itibarıyla maddi duran varlıklardaki %2 oranındaki azalışın nedeni hem mevcut maddi duran varlıklara ayrılan amortisman miktarının artması hem de 2024 yılında başlanacak projeler için alımların ağırlıklı olarak 2023 yılında gerçekleştirilmiş olmasıdır.

İşbu izahname dönemleri itibarıyla Grup'un ertelenmiş vergi varlığı/(yükümlülüğü) ağırlıklı olarak devam eden inşaat işlerinden alacak ve yükümlülük hesaplarında meydana gelen değişimin vergi etkisinden kaynaklanmaktadır. Ertelenmiş vergi varlığı, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihi itibarıyla sırasıyla 943.309.666 TL, 743.286.017 TL, 1.532.800.180 TL ve 945.581.488 TL olarak gerçekleşmiştir.

Kaynaklar, 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla sırasıyla, 23.554.087.001 TL, 19.074.133.469 TL, 28.409.025.531 TL, 36.061.282.652 TL olarak gerçekleşmiştir.

Grup'un kısa vadeli borçlanmaları 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihi itibarıyla sırasıyla 1.426.753 TL, 928.446.457 TL, 767.225.895 TL ve 1.921.056.761 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 gerçekleşen artışın temel nedeni İzmir Buca Metro projesinin nakit ihtiyacını karşılamak üzere kullanılmış olan banka kredisidir. 30.09.2024 tarihindeki artış ise başlıca İzmir Buca Metro, Krakow S-7 Otoyol ve Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projelerinin işletme sermayesi finansmanından kaynaklanmaktadır.

Uzun vadeli borçlanmalarda 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla yaşanan artış, Grup'un Polonya'da yer alan Poznan Tramvay Projesi, Krakow S-52 Otoyol Projesi, Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletme Projesi

gibi yatırım projesi finansmanı kapsamında yer alan ticari kredilerden kaynaklanmaktadır. 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla meydana gelen artış Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi'nin finansmanı kapsamında kullanmış olduğu kredilerden oluşmaktadır.

Ertelenmiş gelirler altında yer alan bakiyeler büyük ölçüde yeni projelerin başlanması için müşterilerden alınan avanslardan oluşmaktadır. 30 Eylül 2024 tarihindeki kısa vadeli ertelenmiş giderlerdeki artış Bükreş Metro M6 Lot 1.2 Projesi, Beljakovec Trenyolu Koridoru Projesi ve Paket S-07 Trenyolu projeleri için alınan avansların dönemsel olarak uzun vadeli ertelenmiş gelirlerden, kısa vadeli ertelenmiş gelirlere sınıflandırılması sebebi ve Romanya Cluj ile Romanya Bükreş Metro projeleri için alınan proje avanslar nedeniyle gerçekleşmiştir.

Grup'un net dönem karı 2021 yılında 663,3 milyon TL olarak gerçekleşirken 2022 yılında %74 oranında düşüş ile 174,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yabancı para çevrim farklarındaki değişim etkili olmuştur. 2023 yılında ise %782 yükseliş yaşanmış ve net kar 1,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Grup'un yürüttüğü projelerin bütçelerinin güncel piyasa şartlarına göre iyileştirilmesi yükselişte etkili olmuştur. 30 Eylül 2024 dönemi itibarıyla 2023 yıl sonuna göre Grup karlılığını %73 oranında artırarak 2,7 milyar TL net kar elde etmiştir.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranları, mali yapı oranları ve net finansal borcu aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Likidite Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Cari Oran	1,42	1,36	1,53	1,42
Asit-Test Oranı	1,40	1,33	1,51	1,40
Nakit Oran	0,38	0,38	0,38	0,35

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Cari Oran ve Asit-Test Oranı >1'den oldukça yüksek durumda olması, Şirket'in kısa vadeli borçlarının ödeme kapasitesinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Nakit oran işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan tahsilinin durması durumunda kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü göstermekte olup, genel kabul görmüş rasyo analizlerine göre ideal oran 0,20 olarak kabul edilmektedir. Grup'un yıllar itibarıyla oranlarının bu seviyeye yakın seviyelerde olduğu gözlemlenmektedir.

Likidite Oranları	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Kaynaklar)	0,74	0,76	0,82	0,81
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Kaynaklar	0,57	0,58	0,55	0,63
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Kaynaklar	0,18	0,18	0,27	0,17
Özkaynaklar/Toplam Kaynaklar	0,26	0,24	0,18	0,19

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali yapı oranları özet olarak, şirket aktiflerinin oldukça yüksek oranda özkaynaklara finanse edildiğini ve düşük seviyede finansal riske sahip olduğunu göstermektedir.

Borçluluk Durumu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.080.152.563	2.371.781.902	6.032.717.288	7.918.181.426
Toplam Finansal Borçlar	366.767.891	1.177.868.454	2.858.969.141	5.219.835.407
Net Finansal Borç veya (Net Nakit)	-4.713.384.672	-1.193.913.448	-3.173.748.147	-2.698.346.019*

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla finansal yatırımlar altında yer alan kullanımı kısıtlı banka bakiyelerini temel olarak Şirket'in Romanya projeleri için kesin teminat sağlanana kadar bankaya

vermiş olduğu nakit depozitolarını içermesi nedeniyle kısa vadede likide dönüşmesi beklendiğinden finansal tutarı net finansal borç hesaplamasına dahil edilmemiştir. Aynı zamanda 30.09.2024 tarihi itibarıyla finansal yatırımlar kalemi altında yer alan 2.918 TL tutarındaki yatırım fonları da tutarın düşük olması sebebiyle net finansal borç hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu durumda Şirket'in 30.09.2024 tarihindeki net finansal borcu (net nakit)-2.698.346.019 TL olarak hesaplanmaktadır.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihlerinde sona eren dönemlere ait kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar Tablosu (TL)					
	31-Ara-21	31-Ara-22	31-Ara-23	30-Eyl-23	30-Eyl-24
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 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	0	-1.392.082
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından / (Zararlarından) Paylar	-21.621.575	230.012.435	-255.503.557	-181.122.736	0
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 Kayıp/Kazanç	-392.798.444	-1.732.205.980	-1.502.504.398	-1.163.783.190	804.669.255
Vergi Öncesi Kar	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	-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	0
Net Dönem Karı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	397.902.741	2.666.468.956

Kaynak: İzahname

Grup'un hasılatı inşaat sözleşmelerinden elde edilen gelirler ve inşaat ile ilgili satışlardan oluşmaktadır. Grup'un inşaat sözleşmelerinden elde edilen hasılatı, cari dönemde gerçekleşen proje ilerlemelerine bağlı olarak bütçelenmiş olan beklenen kar/zarar tutarları hesaplanmaktadır. Bununla birlikte bazı projeler özelinde ek hakkediş talepleri oluşabilmekte ve elde edilmesi muhtemel tutarlar proje ilerlemesine göre hasılataya dahil edilmektedir. Grup'un sözleşmelerden elde ettiği gelirlerin dışında kalan inşaat ile ilgili satışları ağırlıklı olarak taşeronlarla yapılan satışlar, malzeme ve teknik hizmet satışları gibi inşaat ile ilgili olan satışlardan kaynaklanmaktadır. Şirket'in hasılatı 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ile 30.09.2023 ve 30.09.2023 tarihlerinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, 18.717.396.779 TL, 21.022.803.182 TL, 24.900.529.383 TL, 16.033.130.036 TL ve 21.183.440.883 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında bir önceki döneme göre %12, 2023 yılında 2022 yılına göre %18 artarken, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %32 oranında artış gerçekleşmiştir.

Grup'un brüt karı 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %3121 artarak 425.065.631 TL olarak gerçekleşirken brüt kâr marjı %2,02 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kardaki artış esas olarak Varşova Wola Metro Projesi ile Hindistan Pune Metro Projesi ve Dubai Expolink Metro Projesi'nin karlılıklarının artmasından kaynaklanmaktadır. Brüt kar 2023 yılında %515 artarken brüt kâr marjı %10,50 olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın temel nedeni proje karlılıklarının artması ve proje bütçelerinin güncel piyasa şartlarına göre iyileşmesidir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre brüt kar %158 oranında artarak 2.706.527.899 TL, brüt kâr marjı ise %12,78'e yükselmiştir. Bu artışın temel nedeni Fahrettin Altay- Narlıdere Metro Projesi'nin ve Dubai Expolink 2020 ek hakkediş gelirleri etkili olmuştur.

Şirket'in genel yönetim gideri 2022 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre %30 artarken, 2023 yılında 2022 yılına göre %3 azalış göstermiş, 30.09.2024 tarihinde bir önceki yılın aynı dönemine göre ise %16 oranında artmıştır. Genel yönetim giderlerinin büyük bir bölümü maaş ve ücretlerden oluşmaktadır. Maaş ve ücretlerin genel yönetim giderlerindeki payları 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla %29, %31, %31, %62 ve %69 olarak gerçekleşmiştir.

Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin değişiminin temel nedeni ticari faaliyetlerle ilgili kur farkı gelirleri ve giderleri hesaplarında yaşanan artış ve azalışlardır. Türk Lirası'nın döviz para birimleri karşısındaki hareketleri nedeniyle ticaret faaliyetleriyle ilgili kur farkı gelirinde dönemler arasında değişimler meydana gelmiştir.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları sırasıyla net dönem karı 663.332.291 TL, 174.962.786 TL ve 1.543.346.250 TL olurken, net kâr marjı %3,54, %0,83, %06,20, 30.09.2024 tarihinde ise yıllıklandırılmış olarak net dönem karı 3.811.912.465 TL ve net kâr marjı %12,68 olmuştur.

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıl sonları ile 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihinden sona eren dönem finansal tablo dönemleri itibarıyla, brüt kâr marjı, faaliyet kâr marjı, FAVÖK marjı ve net kar marjı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Brüt Kar Marjı	0,07%	2,02%	10,50%	6,55%	12,78%
Faaliyet Kar Marjı	7,66%	5,11%	11,60%	11,49%	12,17%
FAVÖK Marjı	0,53%	4,78%	13,06%	9,12%	12,99%
Net Kar Marjı	3,54%	0,83%	6,20%	2,48%	12,59%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Makine ve Ekipman Alımı	45-50%
KOİ Projesi İşletme Sermayesi	30-35%
Finansman Maliyetinin Azaltılması	20-25%

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket'in sermaye artırımını ile ihraç edilecek yeni payların halka arzı sonucunda elde edeceği halka arz gelirinden ilgili masraf ve maliyet düşüldükten sonra kalan net halka arz geliri aşağıda belirtilen şekilde kullanılması hedeflenmektedir.

- A. **Makine ve Ekipman Alımı:** Şirket'in başlamakta olan projeleri kapsamında ağırlıklı olarak TBM (Tunnel boring machine (köstebek- tünel delme makinası)) ihtiyacı doğmuştur. Bu bağlamda Şirket'in sermaye artırımını yoluyla elde edeceği fonun yaklaşık %45 ile %50 oranında TBM ve TBM yedek parçası alımında kullanılması planlanmaktadır. Şirket, yurt içinde ve yurt dışında gerçekleştirmekte olduğu ve gerçekleştireceği projeler için iştirak, bağlı ortaklık ve ortak girişimler kullanmaktadır. İlgili fon Polonya'da mukim bağlı ortaklıklar ve ortak girişimler ile Romanya'da mukim ortak girişimler aracılığıyla kullanılacaktır. Ortak girişimler aracılığıyla kullanılacak fonlar, Şirket'in ortak girişimi oluşturan ortaklıkları ile ortaklık payları doğrultusunda Şirket'in payına düşen kısmı için kullanılacaktır. Şirket elde edeceği fonu söz konusu iştirak ve ortak girişimlere borç verme yolu ile transfer edecek, projelerin nakit akışları gözetilerek 1-1,5 yıl içerisinde tekrar tahsil edecektir.

- B. KOİ Projesi İşletme Sermayesi:** Şirket Polonya’da mukim bağlı ortaklığı aracılığı ile “Krakow Yüksek Hızlı Tramvay İşletmesi Projesi (PPP)” yatırım projesini üstlenmiştir. Şirket halka arzdan elde edeceği fonun yaklaşık %30 ile %35 oranına tekabül eden bölümünü bu projenin işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak için kullanmayı planlamaktadır. İşletme sermayesi olarak kullanılması planlanan fon ağırlıklı olarak tramvay projesinin inşaat maliyetleri için kullanılacaktır. İlgili fon Şirket’in PPP projesinin yatırımcısı olan Polonya’da mukim iştiraki aracılığı ile kullanılacaktır. Fon Şirket tarafından Polonya’da mukim bağlı ortaklığına borç verme şeklinde transfer edilecek, takip eden 1 yıl içerisinde de tekrar tahsil edilecektir.
- C. Finansman Maliyetinin Azaltılması:** Şirket, finansal borçlarını erken ödeyerek nakit yönetimini daha da verimli hale getirmek amacıyla halka arzdan elde edeceği fonun yaklaşık %20 ile %25 oranındaki kısmını finansal borçlarını azaltmakta kullanmayı planlamaktadır. Söz konusu finansal borçlar Şirket’e ve Şirket’in Polonya’da mukim bağlı ortaklığına aittir.

Şirket halka arz gelirlerini belirtilen oranlarda kullanmayı planlamakla birlikte, gerektiğinde en fazla %10 oranında değişiklik yapma esnekliğine sahiptir.

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar kur korumalı mevduat, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat ve/veya Eurobond ve/veya yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları suretiyle nemalandırılacaktır.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

QNB Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerleme çalışmasında, “Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi” ve “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmıştır.

Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler

Şirket, faaliyetlerin büyük bir kısmını geliştirmekte olan ülkeler arasında yer alan Romanya, Polonya, Hindistan, Filipinler, Kuzey Makedonya, İsveç ve Türkiye’de gerçekleştirmektedir. Şirket faaliyet gösterdiği farklı bölgelerdeki farklı para birimleri kullanılması nedeniyle tek bir para biriminde yoğunlaşmadığı ve merkez ülkesi nedeniyle TL fonksiyonel para birimi kullanmaktadır. Ancak Şirket’in imzaladığı projelerin yaklaşık %75’i yabancı para cinsinden ve büyük çoğunluğu Avrupa birliği ülkelerinde olduğu için yönetim raporları Avro para cinsindendir. Bu sebeple değerleme çalışmasında projeksiyonlar Avro para cinsinden oluşturulmuş olup, nihai değer 15.11.2024 tarihli TCMB alış kuru üzerinden Türk Lirası’na çevrilmiştir.

	Şirket’in Makroekonomik Öngörülleri								
	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
EURTRY Ortalama	36,48	50,3	64,03	75,68	85,49	93,12	100,1	107,61	115,68
Enflasyon	40%	30%	20%	15%	10%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%

Çarpan analizlerinde kullanılan FAVÖK değeri için TMS 29 uyarınca düzenlenmiş 30.09.2024 tarihli Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Tablolar kullanılmıştır. Söz konusu FAVÖK değerleri Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Tablolar’da Türk Lirası olarak hesaplanmış olup, 30.09.2024 tarihli Avro alış kuru kullanılarak çevrilmiştir. (30.09.2024 tarihli dönem için TCMB alış, Avro kuru:38,0158).

Benzer şirketler çarpan analizinde kullanılan FAVÖK hesaplaması gerçekleştirilirken 30.09.2024’te sona eren son 12 aylık FAVÖK hesaplanmıştır.

30.09.2024	EUR
FAVÖK*	119.439.940
*FAVÖK=Brüt Kar- Genel Yönetim Giderleri+Amortisman	

Net finansal borç, şirketin kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından ve kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerinden nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Piyasa değeri hesaplanırken net finansal borç, firma değerinden çıkarılmaktadır.

30.09.2024	EUR
Toplam Finansal Borç	137.299.053
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	-208.274.539
Net Finansal Borç*	-70.975.486

*: Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla finansal yatırımlar altında yer alan kullanımı kısıtlı banka bakiyelerini temel olarak Şirket'in Romanya projeleri için kesin teminat sağlanana kadar bankaya vermiş olduğu nakit depozitolarını içermesi nedeniyle kısa vadede likide dönüşmesi beklendiğinden finansal tutarı net finansal borç hesaplamasına dahil edilmemiştir. Aynı zamanda 30.09.2024 tarihi itibarıyla finansal yatırımlar kalemi altında yer alan 2.918 TL tutarındaki yatırım fonları da tutarın düşük olması sebebiyle net finansal borç hesaplamasına dahil edilmemiştir.

7.1. “Borsadaki Kılavuz Emsaller” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İnşaat ve taahhüt sektörü altında faaliyet gösteren Gülermak ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmekte olan benzer şirketler kıyaslanmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenme sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun inşaat ve taahhüt sektörüne ilişkin faaliyetlerden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Koşullara uymayan şirketler dahil edilmemiştir.

Şirket'in piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak BIST İnşaat Endeksi Şirketleri, Yurt içinde taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler ve Yurt Dışı Benzer Şirketler ayrı ayrı hesaplanmıştır. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı %30 ağırlıklandırma ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanı %70 ağırlıklandırma ile nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir. Dikkate alınan benzer şirketlerden çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketler dikkate alınmamıştır. FD/FAVÖK hesaplanırken 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. BIST İnşaat Endeksi Şirketleri, yurt içinde taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpan değeri için “CapitalIQ” platformu kullanılmış olup, 15.11.2024 tarihli piyasa verilerinden yararlanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler:

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 tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	6.006	570	10,5x
Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	724	112	6,5x
Kuyas Yatırım A.Ş.	193	11	16,9x
San-el Mühendislik Elektrik Taahhüt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12	1	13,0x
Yayla Enerji Üretim Turizm ve İnşaat Ticaret A.Ş.	19	0	n.a
Yeşil Yapı Endüstrisi A.Ş.	39	0	383,6x
Tekfen Holding A.Ş.	926	19	48,3x
Alarko Holding A.Ş.	1.304	-12	n.a
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	146	10	14,9x
Orge Enerji Elektrik Taahhüt A.Ş.	171	43	3,9x
Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Tic. A.Ş.*	97	12	7,8x

Yurt İçi Benzer Şirketler	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
DAP Gayrimenkul Geliştirme A.Ş.	413	149	2,8x
Edip Gayrimenkul Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	78	7	11,6x
Türker Proje Gayrimenkul ve Yatırım Geliştirme A.Ş.	96	0	n.a
Medyan			12,3x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*:30.09.2024 tarihli finansal sonuçlarını açıklamayan şirketlerin FAVÖK hesaplamaları 30.06.2024 tarihli finansal tabloları baz alınarak hesaplandığı için medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir

Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 12,3 olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 1.542.252.409 Avro olarak bulunmuştur.

EUR	Değer
FAVÖK	119.439.940
Yurt İçi Benzer Şirket 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 Benzer Şirketler:

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 tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde yurt dışında faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
Webuild S.p.A*	2.391	267	8,9x
Obrascon Huarte Lain,S.A.*	376	153	2,5x
Sacyr, S.A	10.000	1.448	6,9x
Skanska AB(publ)	8.280	513	16,1x
HOCHTIEF Aktiengesellschaft	11.716	1.340	8,7x
Acciona, S.A.*	16.412	1.567	10,5x
PORR AG*	938	142	6,6x
Vinci SA*	87.534	11.1490	7,6x
Bouygues SA	24.396	4.276	5,7x
Ferrovial SE*	37.014	1.199	30,9x
Hyundai Engineering & Construction Co. Ltd*	3.357	695	4,8x
Eiffage SA*	21.588	3.495	6,2x
Fluor Corporation	6.827	272	25,1x
China Railway Construction Corporation Limited	71.752	8.163	8,8x
Larsen&Toubro Limited	63.786	3.027	21,1x
Balfour Beatty plc*	2.276	206	11x
Budimex SA	2.415	190	12,7x
Shikun & Biui LTD*	4.060	121	33,4x
Sunway Construction Group Berhad*	1.298	49	26,3x
Medyan			8,8x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*:30.09.2024 tarihli finansal sonuçlarını açıklamayan şirketlerin FAVÖK hesaplamaları 30.06.2024 tarihli finansal tabloları baz alınarak hesaplandığı için medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 8,8x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 1.118 milyon Avro olarak bulunmuştur.

EUR	Değer
FAVÖK	119.439.940
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı	8,8x
Hesaplanan Firma Değeri	1.046.990.579
Net Finansal Borç (-)	-70.975.486
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.117.966.065

Yurt İçi çarpan değerine %30, Yurt Dışı çarpan değerine ise %70 ağırlık verilmiştir. Çarpan değerlemesi sonucunda Şirket'in piyasa değeri 1.245 milyon Avro olarak bulunmuştur.

Çarpan Analizi (EUR)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt İçi Benzer Çarpan Değeri	1.542.252.409	30%	462.675.723
Yurt Dışı Benzer Çarpan Değeri	1.117.966.065	70%	782.576.245
Ağırlıklandırılmış Değer			1.245.251.968

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	5,45%
Beta	1
Risk Primi	6,0%
Sermaye Maliyeti	11,45%
Borçlanma Maliyeti	7,63%
Vergi Oranı	20%
Borç/(Borç + Özkaynaklar)	43%
Özkaynak/(Borç + Özkaynaklar)	57%
AOSM	9,20%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 01-10-2024-31.12.2032 projeksiyon dönemini kapsayan INA Yönteminde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti Avro cinsi Eurobond tahvilin 15 Kasım 2024 tarihli piyasa kapanışının 6 aylık ortama getiri verisi CapitalIQ platformu kullanılarak dikkate alınmıştır.
- Piyasa risk primi olarak genel yaklaşım korunarak risk primi %6 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Şirket'in getirisinin borsa getirisine paralel olacağı varsayımı altına kaldıraçlı beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Kurumlar Vergisi olarak Şirket'in yurtdışında yer alan faaliyetleri dikkate alınarak buradan elde edilen hasılatların üzerinden ağırlıklı ortalamaları hesaplanmış, projeksiyon dönemi boyunca efektif vergi oranı %20 alınmıştır.
- Sermaye Maliyeti = Risksiz Yatırım Getirisi + (Kaldıraçlı Beta) * (Piyasa Riski)
 - Sermaye maliyeti yukarıdaki formül ile %11,45 olarak hesaplanmaktadır.
- Hesaplamada Şirket'in Borçlanma Maliyeti olarak elde edilen risksiz getiri oranının üzerine %40 prim eklenerek %7,63 hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Vergi sonrası borçlanma maliyeti= Borçlanma maliyeti * (1- vergi oranı)
 - Vergi sonrası borçlanma maliyeti yukarıdaki formülle hesaplanarak %6,1 bulunmuştur.

- $AOSM = \text{Sermaye Maliyeti} * (1 - (\text{Borç} / (\text{Borç} + \text{Özkaynak}) + (\text{Borçlanma maliyeti (Vergi sonrası)}) * (\text{Borç} / (\text{Borç} + \text{Özkaynak})))$
 - AOSM yukarıdaki formül kullanılarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca %9,2 olarak uygulanmıştır

Gülermak İNA Analizi Sonucu

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır. İNA çalışmasında nihai dönem hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, mevcut enflasyon seviyeleri, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ile Şirket'in büyüme beklentileri de dikkate alınarak %1,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde nakit akımları hesaplanırken Şirket'in İNA analizinde 30 Eylül 2024 tarihli net borç değeri kullanılmıştır. Şirket'in faaliyetleri ağırlıklı olarak yurtdışındaki bağlı ortaklıkları, müşterek kontrole tabii teşebbüsleri ve iştirakleri üzerinden gerçekleştirilmesi ve ilgili ülkelerin vergi oranlarının değişiklik göstermesi sebebiyle projeksiyon dönemi boyunca, hasılatın ülke bazında kırılımı üzerinden ağırlıklı ortalamaları hesaplanmış bunun sonucunda da efektif vergi oranı %20 alınmıştır.

EUR mn	2024T- 3A	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış Gelirleri	413	970	1.255	1.414	1.247	1.252	1.316	1.395	1.517	1.633
<i>Değişim</i>			29,4%	12,7%	-11,8%	0,4%	5,1%	6,0%	8,7%	7,6%
Brüt Kar	45	116	158	176	154	149	160	168	181	200
<i>Brüt Kar Marjı</i>	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
<i>FVÖK marjı</i>	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	183	160	156	166	175	189	208
<i>FAVÖK Marjı</i>	11,8%	12,5%	13,1%	13,0%	12,8%	12,4%	12,7%	12,6%	12,5%	12,7%
(-) Vergi	-8		-28	-31	-27	-26	-28	-29	-32	-35
(-) Yatırım	-10		-25	-28	-25	-25	-26	-28	-30	-33
(-/+ İşletme Sermayesi Değişimi	36		1	-42	44	-1	-17	-21	-32	-31
Firma Serbest Nakit Akışları	67		112	82	152	103	95	97	95	110
AOSM	9,20%		9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%	9,20%
İskonto Faktörü	0,99		0,91	0,83	0,76	0,7	0,64	0,58	0,53	0,49
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	66,33		101,92	68,06	115,52	72,1	60,8	56,26	50,35	53,9
Toplam İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	645									
Uç Değer Büyüme	1%									
Uç Değerin Bugünkü Değeri	661									
Firma Değeri	1.306									
Net Borç(-)	-71									
Piyasa Değeri	1.377									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.3. Değerleme Sonucu

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizlerine yer verilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi ve çarpan analizi yöntemlerine göre bulunan değerlerin farklılıkları UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirlenen değerlerin farklılıkları anlaşılmasına ilişkin olarak seçim kriterleri tekrar değerlendirilmiştir. Şirket'in operasyonları, büyüme potansiyeli, Pazar stratejisi, iş modeli ve bulunduğu coğrafya açısından birebir halka açık emsal şirketler kısıtlı sayıda bulunmaktadır. Şirket'in coğrafi açıdan yurt dışı emsal şirketlere kıyasla avantajlı konumda bulunduğu, özellikle raylı sistemler ve tüneller konusunda uzmanlaşmış olması nedeniyle iş modeli bakımından yurt içi inşaat ve taahhüt sektöründe faaliyet gösteren şirketlere kıyasla katma değerli hizmet sağladığı değerlendirilmektedir. Bu sebepler İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri, çarpan yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değerinden daha yüksek bulunmaktadır.

Yurtiçi çarpan değerine %30, yurtdışı çarpan değerine ise %70 ağırlık verilmiştir. Çarpan değerlemesi sonucunda Şirket'in piyasa değeri 1.245 milyon Avro olarak bulunmuştur.

Değerleme yapılırken, İNA yöntemi ile bulunan değere %40 ve çarpan değerine %60 ağırlık verilmiştir. Bu çerçevede Gülermak'ın piyasa değeri aşağıdaki şekilde bulunmuştur.

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bulunan 1.298 milyon Avro ağırlıklandırılmış piyasa değeri tutarı, 15.11.2024 tarihli EURTRY kuru olan 36,1255 ile 46.889 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu tutar Şirket'in ödenmiş sermayesine bölündüğünde birim pay değeri de 156,30 TL olarak hesaplanmaktadır. Bu tutar, %20 halka arz iskontosu uygulanmış, halka arz piyasa değeri 37.500 milyon TL ve halka arz birim pay fiyatı 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-TL	156,30
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz Fiyatı- TL	125,00

8. Görüş

- Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. için QNB Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen gerek Şirket projeksiyonlarının dayandığı varsayımlar gerekse de sektörel bilgilerin kapsamlı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Şirket'in değerlemesi için Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Yönteminin ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde de Çarpan Değerlemesinin kullanılmasını ve Çarpan Değerlemesinde FD/FAVOK göstergesini kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan çalışmasında, yurt içinde Şirket'in faaliyet yapısı ile birebir benzerlikte şirket olmadığından hareketle yurt içi çarpan değerlemesine %30 ağırlık verilmesini ihtiyatlı bir yaklaşım olarak değerlendirmekteyiz.

- INA Analizi için kullanılan projeksiyonların ve varsayımların detaylı bir şekilde açıklandığını ve projeksiyonların Avro bazında yapılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Nihai değerlendirme aşamasında Şirket'in mevcut backlog projeleri baz alınarak hesaplanan ve Şirket'in durumunu daha iyi yansıttığı gözlemlenen INA analizinden gelen değere %40 ve Çarpan Analizinden gelen değere %60 ağırlık verilmesini de ihtiyatlı bir yaklaşım olarak değerlendirmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 125,00 TL pay başına değerin yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.