

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.

02/01/2025

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

## 1. HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

<b>Halka Arz Fiyatı</b>	125,00 TL
<b>Halka Arz Şekli</b>	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En iyi Gayret Aracılığı
<b>Halka Arz Dağıtım Yöntemi</b>	Eşit Dağıtım
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye</b>	300.000.000
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye</b>	322.600.000
<b>Halka Arz Miktarı Toplam Nominal</b>	32.300.000
<b>Sermaye Artırımı</b>	22.600.000
<b>Ortak Satışı</b>	9.700.000
<b>Ek Satış</b>	6.460.000
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	4.845.000.000
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%10,01
<b>Tahsisat Grupları:</b>	
<b>Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara</b>	12.920.000 (%40)
<b>Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara</b>	16.150.000 (%50)
<b>Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılara</b>	3.230.000 (%10)
<b>Halka Arz Tarihleri</b>	8-9-10 Ocak 2025
<b>BIST İşlem Kodu</b>	GLRMK
<b>Halka Arza İlişkin Taahhütler</b>	Şirket, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.

## 2. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- Makine ve Ekipman Alımı: %45-50
- KÖİ Projesi İşletme Sermayesi: %30-35
- Finansman Maliyetinin Azaltılması: %20-25

## 3. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

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.

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.

Kökleri 1958 yılında Vildan Güler yüz tarafından kurulan şahıs şirketine dayanan Gülermak kurulduğu 1976 yılından itibaren günümüze 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 pek çok proje üstlenmiştir. Grup, yerel ve uluslararası pazarlarda ve farklı sektörlerdeki projelerin hayata geçirilmesinde almış olduğu roller neticesinde inşaat sektörü içerisinde bilgi birikim ve iş deneyimi konusunda tecrübe kazanmıştır.

Grup, büyük ölçekli ve kompleks inşaat, altyapı ve endüstriyel projelere odaklanmış, özellikle ulaşım alanında, demiryolu, metro, hafif raylı sistemler, tramvay ve otoyol projelerinde geniş bir hizmet yelpazesi sunmaktadır. Grup, yüksek hızlı trenler, metro ve yer altı demiryolları gibi yer altı ve yer üstü ulaşım projeleri tasarlayıp inşa etmektedir. Yüksek hızlı trenler, metrolar ve tramvaylar gibi projeler, güvenilirlik, enerji verimliliği ve çevre duyarlılığı nedeniyle tercih edilmektedir. 30 Eylül 2024 itibarıyla, bu projelerden elde edilen gelir, Grup'un toplam gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturmuştur. Grup, ulaşım ve altyapı projelerinin yanı sıra çimento, şeker, cam fabrikaları (endüstriyel projeler), hidroelektrik ve doğalgaz çevrim santralleri (enerji projeleri) ile deniz, göl ve nehir tarama, atık su arıtma tesisleri ve içme suyu hatları (çevre projeleri) tasarlamakta, ihale kapsamına göre yukarıda belirtilen kapsamda dışarıdan hizmet alımıyla tasarım hizmeti sunmakta ve inşa etmektedir.

Grup'un temel faaliyet alanı ana iş kolunu temsil eden anahtar teslim ulaşım ve altyapı projeleri ile işletimini ve işletim süresi içinde de bakım onarımından sorumlu olduğu ulaşım sektörü yatırım projelerinden oluşmaktadır. Grup'un faaliyetleri temel olarak ulaşım ve

altyapı projeleri ve yatırım projeleri (işletme geliri elde edilecek uzun vadeli projeler) ile birlikte iki ana kola odaklanmaktadır. Grup'un ulaşım ve altyapı projeleri 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla toplam gelirlerinin 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 özellikle son 25 yılda yerel ve uluslararası pazar ihtiyaçlarına paralel olarak ulaşım sektöründe toplu taşıma ve raylı sistemler anahtar teslim projelere yoğunlaşmış olup 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 (TBM'in proje başlangıcından itibaren kurulumu, çalıştırılması ve sökülme aşamalarını ifade etmektedir) gerçekleştirmiştir.

#### **Şirket Sermayesinin Dağılımı:**

Ortağın Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	34,68	104.040.000	32,25
	B	99.960.000	33,32	93.364.000	28,94
Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	16,32	48.960.000	15,18
	B	47.040.000	15,68	43.936.000	13,62
<b>Halka Açık Kısım</b>	<b>B</b>	-	-	<b>32.300.000</b>	<b>10,01</b>
<b>Sermaye</b>		<b>300.000</b>	<b>100,0</b>	<b>322.600.000</b>	<b>100,0</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### **4. DEĞERLEME ÖZETİ**

QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, pay başına değer belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemlerine yer verilmiştir.

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri %40 ve %60 olup, Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri 1.297.959.721 € olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 300.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri %20,00 iskonto ile 125,00 TL olarak hesaplanmıştır.

Gülermak - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (€)	Ağırlık (%)
İNA	1.377.021.350	40
Çarpan Analizi	1.245.251.968	60
Yurt Dışı Çarpan Değeri	1.117.966.065	70
Yurt İçi Çarpan Değeri	1.542.252.409	30
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>1.297.959.721</b>	

<b>Değerleme Sonucu</b>	
<b>Nominal Sermaye Tutarı</b>	300.000.000 TL
<b>Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri</b>	1.297.959.721 €
<b>15.11.2024 Tarihli TCMB-Avro/TL Döviz Satış Kuru</b>	36,1255
<b>Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer</b>	156,30 TL
<b>Halka Arz İskontosu</b>	%20,00
<b>Halka Arz Pay Fiyatı</b>	125,00 TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 5. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemlerinin kullanılmış olmasını, İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi Yöntemlerine sırasıyla %40 ve %60 ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemleri ile Şirket’in halka arz öncesi özkaynak değeri 1.297.959.721 € olarak hesaplanmış olup, halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20,00 halka arz iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 125,00 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.

**EK 1: Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. Özet Bilançolar**

(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
Ticari Alacaklar	517.878.193	1.572.656.922	2.049.411.971	5.498.044.740
Peşin Ödenmiş Giderler	2.541.443.332	2.966.478.772	1.786.246.392	861.365.392
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Varlıkları	10.746.445.196	6.996.967.559	10.018.207.301	13.330.158.048
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>18.989.926.910</b>	<b>15.089.037.449</b>	<b>24.150.972.223</b>	<b>32.415.192.721</b>
Maddi Duran Varlıklar	1.486.188.730	1.575.087.682	1.684.964.456	1.643.546.679
Ertelenmiş Vergi Varlığı	943.309.666	743.286.017	1.532.800.180	945.581.488
Peşin Ödenmiş Giderler	705.687.679	379.823.528	567.574.059	576.710.764
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>4.564.160.091</b>	<b>3.985.096.020</b>	<b>4.258.053.308</b>	<b>3.646.089.931</b>
<b>Aktifler</b>	<b>23.554.087.001</b>	<b>19.074.133.469</b>	<b>28.409.025.531</b>	<b>36.061.282.652</b>
Ticari Borçlar	6.559.982.746	4.572.403.767	6.982.052.310	5.861.551.384
Ertelenmiş Gelirler	2.744.230.965	1.842.834.653	2.904.215.368	11.679.803.430
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.426.753	928.446.457	767.225.895	1.921.056.761
Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	1.982.411.487	2.005.364.977	2.596.305.727	1.488.661.321
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>13.348.455.850</b>	<b>11.057.412.687</b>	<b>15.759.147.751</b>	<b>22.832.568.760</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	133.885.799	1.976.842.921	3.252.904.051
Ertelenen Vergi Yükümlülükleri	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
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4.123.114.452</b>	<b>3.419.312.826</b>	<b>7.586.612.613</b>	<b>6.210.038.572</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>6.082.516.699</b>	<b>4.597.407.956</b>	<b>5.063.265.167</b>	<b>7.018.675.320</b>
<b>Pasifler</b>	<b>23.554.087.001</b>	<b>19.074.133.469</b>	<b>28.409.025.531</b>	<b>36.061.282.652</b>

**EK 2: Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. Özet Gelir Tablosu**

(TL)	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
<b>Hasılat</b>	18.717.396.779	21.022.803.182	24.900.529.383	16.033.130.036	21.183.440.883
<b>Brüt Kar</b>	13.198.011	425.065.631	2.613.928.141	1.049.663.897	2.706.527.899
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	1.433.694.147	1.074.026.967	2.889.169.568	1.842.877.497	2.577.377.162
<b>Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet</b>	1.438.917.591	1.324.951.094	2.610.783.126	1.687.531.401	2.677.575.938
<b>Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	888.812.871	(614.430.544)	1.225.242.446	499.442.169	3.558.303.678
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>689.571.367</b>	<b>183.623.182</b>	<b>1.560.985.832</b>	<b>403.078.433</b>	<b>2.666.468.956</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.