



FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

GÜLERMAK AĞIR SANAYİ İNŞAAT VE TAAHHÜT A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

BULLS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah, Büyükdere Cad, No: 173,
1, Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul Tel: (0212) 410 05 00

07.01.2025

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII 128,1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2.fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta Açıklanan Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ("Şirket", "Gülermak") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 18.11.2024 tarihli QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, **Gülermak** halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca QNB Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Bulls Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

İnşaat sektöründe kurulduğu günden bugüne büyük ölçekli ve karmaşık altyapı projelerinde faaliyet gösteren Şirket, uluslararası "Engineering Procurement and Construction" (Mühendislik, Tedarik ve İnşaat) ("EPC") yüklenicileri arasında yer almaktadır. Şirket'in 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 adet bağlı ortaklık, 26 adet adi ortaklık ve 7 şube ile sürdürmektedir. 30 Eylül 2024 tarihi itibarıyla Şirket'in 31 adet devam eden projesi bulunmaktadır.

Şirket, büyük ölçekli ve kompleks inşaat, altyapı ve endüstriyel projelere odaklanmış, özellikle ulaşım alanında, demiryolu, metro, hafif raylı sistemler, tramvay ve otoyol projelerinde hizmet sunmaktadır. Şirket, 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, Şirket'in toplam gelirlerinin önemli bir kısmını oluşturmuştur. Şirket, 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.

Şirket'in 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. Şirket'in faaliyetleri temel olarak (a) ulaşım ve altyapı projeleri ve (b) yatırım projeleri (işletme geliri elde edilecek uzun vadeli projeler) ile birlikte iki ana kola odaklanmaktadır. Şirket'in ulaşım ve altyapı projeleri 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla toplam gelirlerinin yaklaşık (i) %64,82'sini oluşturan metro, hafif raylı sistemler ve tramvay projeleri, (ii) %9,75'ini oluşturan demiryolu projeleri (iii) %24,75'ini oluşturan otoyol projeleri ve (iv) %0,68'ini oluşturan diğer projeleri kapsamaktadır. Şirket özellikle son 25 yılda yerel ve uluslararası pazar ihtiyaçlarına paralel olarak ulaşım sektöründe toplu taşıma ve raylı sistemler anahtar teslim projelere yoğunlaşmış olup dünya çapında 300

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

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 söküm aşamalarını ifade etmektedir) gerçekleştirmiştir.

3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 22.600.000 TL sermaye artırımını, 9.700.000 TL ortak satışı ve 6.460.000 TL ek pay satışı olarak planlanmıştır. Halka arz fiyatı 125,00 TL olarak belirlenirken, halka arz büyüklüğü ek pay satışı dahil 4.845.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 40.325.000.000 TL olacaktır. Şirket paylarının halka arzı 8-9-10 Ocak 2025 tarihleri arasında "Borsada Dışında Satış- Sabit Fiyat ile Talep Toplama" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir.

HALKA ARZ BİLGİLERİ	
Şirket	Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.
Borsa Kodu	GLRMK
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	300.000.000 TL
Halka arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	322.600.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	Sermaye Artışı : 22.600.000 TL nominal
	Ortak Satışı : 9.700.000 TL nominal
	Ek Pay Satışı : 6.460.000 TL nominal
	Toplam : 38.760.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Dahil)
Halka Arz Büyüklüğü	4.845.000.000 TL (Ek Satış Dahil)
Halka Açıklık Oranı	10,01% (Ek Satış Dahil)
Halka Arz Fiyatı	125,00 TL
Halka Arz Tarihleri	8-9-10 Ocak 2025
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsa Dışında Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Tahsisat Grupları (Ek Satış Hariç)	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)
Satmama Taahhüdü	- 1 Yıl Boyunca İhraççı - 1 Yıl Boyunca Ortak (* Taahhütler hakkında detaylı bilgi için SPK tarafından onaylı İzahname'nin 27.3 maddesini inceleyiniz
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 10 gündür.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Şirket'in halka arzdan net 2.696.855.029 TL (Ek satış dahil) gelir elde etmesi beklenmektedir. - Makine ve Ekipman Alımı (%45-50) - KÖİ Projesi İşletme Sermayesi (%30-35) - Finansman Maliyetinin Azaltılması (%20-25)
Katılım Finans İlkelerine Uygunluk	Uygundur.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Kaynak: İzahname, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Adı Soyadı/Ünvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)		
	Grubu	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	34,68%	104.040.000	32,25%	104.040.000	32,25%
Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	B	99.960.000	33,32%	93.364.000	28,94%	88.971.200	27,58%
Halka Açık	B	-	-	32.300.000	10,01%	38.760.000	12,01%
TOPLAM		300.000.000	100,00%	322.600.000	100,00%	322.600.000	100,00%

Kaynak: İzahname

5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in ek pay satışı dahil olmak üzere halka arzdan net **2.696.855.029 TL** gelir elde etmesi beklenmektedir. Fon kullanım yerinin dağılımını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
Makine ve Ekipman Alımı	%45-50
KÖİ Projesi İşletme Sermayesi	%30-35
Finansman Maliyetinin Azaltılması	%20-25
Toplam	%100

Kaynak: İzahname

6. Özet Finansallar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihlerine ait özet finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır.

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Toplam Dönen Varlıklar	18.989.926.910	15.089.037.449	24.150.972.223	32.415.192.721
Toplam Duran Varlıklar	4.564.160.091	3.985.096.020	4.258.053.308	3.646.089.931
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	11.057.412.687	15.759.147.751	22.832.568.760
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.123.114.452	3.419.312.826	7.586.612.613	6.210.038.572
Toplam 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

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özet kar-zarar tabloları aşağıda yer almaktadır.

Kar-Zarar Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
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
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	888.812.871	(614.430.544)	1.225.242.446	499.442.169	3.558.303.678
Net Dönem Karı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	397.902.741	2.666.468.956

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

7. Değerleme

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) (%40)
- Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK) (%60)

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Tablosu

AOSM Tablosu	
Beta	1
Risksiz Getiri Oranı	5,45%
Risk Primi	6,00%
Sermaye Maliyeti	11,45%
Borçlanma Maliyeti	7,63%
Vergi Oranı	20%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	43%
Özkaynaklar/(Borç+Özkaynaklar)	57%
AOSM	9,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Tablosu

EUR mn	2024T-3A	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
Değişim (%)			29,3%	12,7%	-11,8%	0,4%	5,1%	6,0%	8,7%	7,7%
Brüt Kar	45	116	158	176	154	149	160	168	181	200
Brüt Kar Marjı(%)	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
FVÖK Marjı(%)	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

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

FAVÖK	49	121	164	184	160	156	167	175	189	208
FAVÖK Marjı(%)	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
Serbest Nakit Akımları	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	0,70	0,64	0,58	0,53	0,49
İndirgenmiş Nakit Akımları	66,35		101,71	68,30	115,53	71,81	60,76	56,62	50,70	53,64
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	645									
Uç Büyüme Oranı	1,00%									
Uç Değer	661									
Firma Değeri	1.306									
Net Borç (-)	-71									
Piyasa değeri	1.377									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 1.306 milyon Avro ve Piyasa Değeri 1.377 milyon Avro'dur. Çalışmanın uç büyüme oranı ve AOSM (-0,5%;+0,5%) duyarlılık analizi aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

EUR mn		AOSM Duyarlılık		
		8,70%	9,20%	9,70%
Devam Eden Değer Duyarlılık	0,50%	1.410	1.336	1.270
	1,00%	1.458	1.377	1.306
	1,50%	1.512	1.423	1.345

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak BİST İnşaat Endeksi Şirketleri, Yurt içinde taahhüt alanında faaliyet gösteren holdingler ve Yurt Dışı Benzer Şirketler ayrı ayrı hesaplanmıştır. Yurt içi Benzer Şirketler Çarpanı %30 ağırlıklandırma ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanı %70 ağırlıklandırma ile nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir. FAVÖK çarpanı Şirket'in operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

FD/FAVÖK hesaplanırken 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Tablosu

Şirket	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR)	FD/FAVÖK
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	6.006	570	10,5x

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

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	u.d.
Yeşil Yapı Endüstrisi A.Ş.	39	0	383,6x
Tekfen Holding A.Ş.	926	19	48,3x
Alarko Holding A.Ş.	1.304	-12	u.d.
Anel Elektrik Oroje 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 Ticaret A.Ş.*	97	12	7,8x
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	u.d.
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 12,3x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri 1.542 milyon Avro olarak bulunmuştur.

Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer

EUR	Değer
FAVÖK	119.439.940
Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	12,3x
Hesaplanan Firma Değeri	1.471.276.923
Net Finansal Borç (-)	-70.975.486
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.542.252.409

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Tablosu

Şirket	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR)	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

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

PORR AG*	938	142	6,6x
Vinci SA*	87.534	11.490	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	11,0x
Budimex SA	2.415	190	12,7x
Shikun & Binui 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.

EUR	Değer
FAVÖK	119.439.940
Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	8,8x
Hesaplanan Firma Değeri	1.046.990.579
Net Finansal Borç	-70.975.486
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.117.966.065

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

8. Değerleme ve Sonuç

Yurt İçi Çarpan Değeri'ne %30, Yurt Dışı Çarpan Değerine ise %70 ağırlık verilmiştir. Çarpan değerlendirilmesi sonucunda Şirket'in Piyasa Değeri 1.245 milyon Avro olarak bulunmuştur.

Çarpan Değerleme Özeti (EUR)	Piyasa Değeri	Ağırlık(%)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurt İçi Çarpan Değeri	1.542.252.409	%30	462.675.723
Yurt Dışı Çarpan Değeri	1.117.966.065	%70	782.576.245
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			1.245.251.968

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA ve Çarpan Değerlemesi Sonucu

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

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 - 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

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 tutara, %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 özetini gösterir tablo aşağıdaki gibidir.

Değerleme Sonucu	(TL)
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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

9. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Gülermak ve faaliyet gösterdiği sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılan projeksiyonları ve AOSM hesaplamasında kullanılan parametreleri makul buluyoruz. Yine de indirgenmiş nakit akımları yönteminin varsayımlara dayandığını ve bu varsayımların gerçekleşmemesi durumunda değer farklı oluşabileceğini belirtmek isteriz.
- Çarpan Analizi için yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- İhtiyatlılık gereği yurt dışı benzer şirket çarpanlarından gelen piyasa değerine %70 ağırlık verilmesini doğru buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %20 iskonto oranı uygulanarak 125,00 TL pay başına fiyat belirlenmesinin makul olduğu görüşündeyiz



FIYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

Uyarı Metni

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 raporda yer alan bilgiler Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş, hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer Bulls Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bulls Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle Bulls Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.

Bulls Yatırım Menkul Değerler A.Ş

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. No: 173, 1. Levent Plaza B Blok Kat: 5 Şişli/İstanbul
Tel: (0212) 410 05 00 -0850 266 05 00 Faks: (0212) 410 05 05-0850 266 05 05
Tic Sicil No: 20097-8 Mersis No: 0061 – 0026 -1044 -3175 www.bullsyatirim.com
info@bullsyatirim.com