

**GÜLERMAK Ağır Sanayi İnşaat ve Taahüt A.Ş.**  
**Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu**

**1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahüt A.Ş. ("Gülermak" veya "Şirket") için QNB Yatırım tarafından hazırlanarak 31.12.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Gülermak'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

**2- Halka Arz Bilgileri****HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER**

<b>Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)</b>	- Ödenmiş Sermaye : <b>300.000.000 TL</b>
	- Halka Arz Şekli : <b>Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı</b>
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : <b>22.600.000 TL</b>
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : <b>9.700.000 TL</b>
	- Halka Arz Miktarı – Toplam : <b>32.300.000 TL</b>
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : <b>10,01%</b>
<b>Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü</b>	- Halka Arz Fiyatı : <b>125,00 TL</b>
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : <b>37,50 Milyar TL</b>
	- Halka Arz Büyüklüğü : <b>4,04 Milyar TL</b>
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : <b>40,33 Milyar TL</b>
<b>Talep Toplama Yöntemi</b>	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama
<b>Dağıtım Yöntemi</b>	- Bireysele eşit dağıtım
<b>Fiyat İstikrarı</b>	- Ek satış dahil halka arz büyüklüğünün %20'sine karşılık gelen 969 milyon TL kaynak ile 10 gün süreyle planlanmaktadır.
<b>Katılım Endeksi</b>	- Uygun
<b>Lock-up (Satmama Taahhüdü)</b>	- Şirket tarafından 1 yıl bedelli / bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, şirket ortakları tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.
<b>BİST İşlem Kodu</b>	- <b>GLRMK</b>
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	- <b>8 – 9 – 10 Ocak 2025</b>

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

### 3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Gülermak, yurt içinde ve yurt dışında anahtar teslimi inşaat, altyapı ve endüstriyel inşaat projelerini yönetmektedir. Şirket ana olarak demiryolu taşımacılığı, metro ve hafif raylı sistemler, otoyollar, köprüler, Çimento, şeker ve cam fabrikaları inşaatı gibi geniş bir yelpazede projeler üretmektedir. Şirketin geniş operasyonel skalasına rağmen şirket operasyonları ağırlıklı olarak dört alanda sınıflandırılabilir bunlar; Ulaşım, Çevre, Endüstri ve Enerji iş kollarıdır. Şirket bahsi geçen projelerin üstlenimini yurt içinde ve yurt dışında yüklenmektedir. Şirketin yurt dışı projeleri Polonya, İsveç, Hindistan, Romanya, Makedonya, Filipinler gibi ülkelerden oluşan geniş bir yelpazeye yayılmaktadır.

Halka arz ortak satışı ve sermaye arttırımı ile sağlanacaktır. Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır;

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Gülermak Emlak Yapı İnşaat Yatırım A.Ş.	A	104.040.000	34,7%	104.040.000	32,25%
	B	99.960.000	33,3%	93.364.000	28,94%
Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.	A	48.960.000	16,3%	48.960.000	15,18%
	B	47.040.000	15,7%	43.936.000	13,62%
Halka Açık Kısım	B	0	0,0%	32.300.000	10,01%
<b>Toplam</b>		<b>300.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>322.600.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: İzahname

### 4- Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
<b>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>
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
Sözleşme Alacakları	10.746.445.196	6.996.967.559	10.018.207.301	13.330.158.048
İmtiyaz Sözleşmelerinden Doğan 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
Satış Amaçlı Elde Tutulan Varlıklar	271.485.439	287.050.440	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	809.119.508	936.496.375	725.616.282	830.232.698
<b>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>
Uzun Vadeli 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 Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	136.697.127	355.515.099	0	0

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

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 Sözleşmelerinden Doğan 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
<b>TOPLAM VARLIKLAR</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>
<b>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>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.426.753	928.446.457	767.225.895	1.921.056.761
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan 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
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında 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 İnşaat Söz. Yük.	1.982.411.487	2.005.364.977	2.596.305.727	1.488.661.321
Ertelenmiş Gelirler	2.744.230.965	1.842.834.653	2.904.215.368	11.679.803.430
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
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	285.485.326	97.205.066	679.878.839	156.645.247
Satış Amaçlı Elde Tutulan Yükümlülükler	40.051.355	60.122.346	0	0
<b>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>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0	133.885.799	1.976.842.921	3.252.904.051
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan 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 Vad. Karş.	47.439.464	43.551.696	64.948.257	51.363.077
Ert. Ver. 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
<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>Ana Ortaklığa Ait 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>
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
Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	4.410.257	(883.890)	(1.767.755)	(1.678.968)
Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	1.390.059.401	35.547.025	(1.650.347.233)	(2.361.494.823)
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	133.487.698	141.139.144	145.119.084	145.119.084
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	3.001.847.866	3.357.263.705	4.137.535.635	5.680.881.885
Net Dönem Karı / Zararı	663.332.291	174.962.786	1.543.346.250	2.666.468.956
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</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>

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Gelir 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
<i>Değişim</i>		12%	18%		32%
Satışların Maliyeti (-)	(18.704.198.768)	(20.597.737.551)	(22.286.601.242)	(14.983.466.139)	(18.476.912.984)
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>13.198.011</b>	<b>425.065.631</b>	<b>2.613.928.141</b>	<b>1.049.663.897</b>	<b>2.706.527.899</b>
<i>Değişim</i>		3121%	515%		158%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	0,1%	2,0%	10,5%	6,5%	12,8%
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)
<b>Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>1.433.694.147</b>	<b>1.074.026.967</b>	<b>2.889.169.568</b>	<b>1.842.877.497</b>	<b>2.577.377.162</b>
<i>Değişim</i>		-25%	169%		40%
<i>Faaliyet Karı Marjı</i>	8%	5%	12%	11%	12%
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 Yatırımlar	(21.621.575)	230.012.435	(255.503.557)	(181.122.736)	0
<b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>1.438.917.591</b>	<b>1.324.951.094</b>	<b>2.610.783.126</b>	<b>1.687.531.401</b>	<b>2.677.575.938</b>
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 Pozisyon Kazançları	(392.798.444)	(1.732.205.980)	(1.502.504.398)	(1.163.783.190)	804.669.255
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	<b>888.812.871</b>	<b>(614.430.544)</b>	<b>1.225.242.446</b>	<b>499.442.169</b>	<b>3.558.303.678</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri</b>	<b>(199.241.504)</b>	<b>798.053.726</b>	<b>335.743.386</b>	<b>(96.363.736)</b>	<b>(891.834.722)</b>
- Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(97.447.603)	(242.298.751)	(218.233.953)	(204.335.504)	(74.650.658)
- Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(101.793.901)	1.040.352.477	553.977.339	107.971.768	(817.184.064)
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</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>
<i>Değişim</i>		-73%	750%		562%
<i>Net Kar Marjı</i>	4%	1%	6%	3%	13%

Kaynak: İzahname

## 5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı	
Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı
Makine ve Ekipman Alımı	45% - 50%
KÖİ Projesi İşletme Sermayesi	30% - 35%
Finansman Maliyetinin Azaltılması	20% - %25

Kaynak: Kapasite Kullanım Raporu

## 6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve 18.11.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporunda, Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir. Şirket değerlendirme çalışmasında EUR bazlı finansalları baz almıştır. Nihai değer hesaplanırken Çarpan Analizi yöntemiyle hesaplanan şirket değerine

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

%60, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerine ise %40 ağırlık verilmiştir. Piyasa Çarpanları Analizinden 1.245 mn EUR, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinden 1.377 mn EUR Piyasa Değeri hesaplanmış olup metodolojiler arasındaki ağırlıklandırmadan sonra 1.297,9 mn EUR tutarında iskonto öncesi Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

#### a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

QNB Yatırım, piyasa çarpanları analizinde, Şirket'in piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak yurt içinde ve yurt dışında benzer faaliyetler ile iştigal eden şirketler kullanılarak hesaplanmıştır. Yurt dışı şirket çarpanlarına %70 ağırlık verilirken yurt içi benzer şirketler kullanılarak hesaplanan çarpana %30 ağırlık verilmiştir.

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.

Değerlemede Kullanılan Finansallar (EUR)	2024/09 LTM
FAVÖK	119.439.940
Net Borç	-70.957.486

Yurt Dışı Benzerler FD/FAVÖK Çarpanı, EUR	FD/FAVÖK
Medyan	8,8x
FAVÖK	119.439.940
Firma Değeri	1.046.990.579
Net Finansal Borç	-70.975.486
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>1.117.966.065</b>

Yurt İçi Benzerler FD/FAVÖK Çarpanı, EUR	FD/FAVÖK
Medyan	12,3x
FAVÖK	119.439.940
Firma Değeri	1.471.276.923
Net Finansal Borç	-70.975.486
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>1.542.252.409</b>

Çarpan Değerlemesi ile Bulunan Değer	Ağırlık	Değer
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı, mn EUR	30%	462,7
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı, mn EUR	70%	782,6
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri, mn EUR</b>		<b>1.245,2</b>

#### b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi – İNA

İNA metodunda projeksiyon 2024 – 2032 yılları için hazırlanmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi, 2024-2032 yılları arasında Şirket'in yaratacağı nakit akımları ve 2032 sonrası için uç değer dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır.
- AOSM'nin projeksiyon dönemi boyunca sabit olacağı varsayılmış ve tarafımızca makuldür.
- QNB Yatırım, risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti Avro cinsi Eurobond tahvilinin 15.12.2024 tarihli piyasa kapanışının 6 aylık ortalama getirisini baz almıştır ve tarafımızca makuldür.
- Kurumlar Vergisi oranı, Şirket'in yurt dışındaki faaliyetleri dikkate alınarak ağırlıklı ortalama vergi oranı hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca efektif vergi oran %20 alınmıştır.
- Sermaye maliyeti %11,45 olarak hesaplanmıştır.



- Şirket'in borçlanma maliyeti olarak risksiz getiri oranının üzerine %40 prim eklenerek %7,63 olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM), projeksiyon dönemi boyunca %9,2 olacağı hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer hesaplaması için hasılat büyüme oranı %1 olarak varsayılmıştır ve tarafımızca makuldür.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda 1.377 mn EUR Piyasa değeri hesaplanmıştır.

### c. Sonuç

Şirket için QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %60 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %40 ağırlık verilerek iskonto öncesi 1.297,9 mn EUR piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değer, 15.12.2024 tarihli EUR/TL kuru olan 36,12 TL'den Türk Lirası'na çevrilerek 46.889,4 mn TL iskonto öncesi Piyasa Değeri hesaplanmıştır. Bu değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz öncesi pay başına 125,0 TL Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (EUR)			
Metod	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri (TL)
Çarpan Değeri	1.245.251.968	60%	747.151.181
İNA	1.377.021.350	40%	550.808.540
<b>Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri</b>			<b>1.297.959.721</b>
EUR/TL @ 15.12.2024			36,12
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri – TL</b>			<b>46.889.443.896</b>
Halka Arz İskontosu			20,00%
<b>İskonto Sonrası Pay Başına Değer – TL</b>			<b>125,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 7- Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in iştigal ettiği sektöre yönelik seçilen benzer şirketleri ve baz alınan sektörleri makul buluyoruz.
- Piyasa Çarpanları Analizinde yurt içi ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer faaliyet alanlarında iştigal eden şirketler dikkate alınmıştır. Piyasa Çarpanları Analizinde kullanılan örnekleme FD/FAVÖK çarpanı 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek elimine edilmiş ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi, 2024-2032 yılları arasında Şirket'in yaratacağı nakit akımları ve 2032 sonrası uç değer dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır.
- QNB Yatırım, risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti Avro cinsi Eurobond tahvilinin 15.12.2024 tarihli piyasa kapanışının 6 aylık ortalama getirisini baz almıştır ve tarafımızca makuldür.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

- Kurumlar Vergisi Şirket'in yurt dışındaki faaliyetleri dikkate alınarak ağırlıklı ortalama vergi oranı hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca efektif vergi oran %20 alınmıştır.
- Sermaye maliyeti %9,20 olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in borçlanma maliyeti olarak risksiz getiri oranının üzerine %40 prim eklenerek %7,63 olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM), projeksiyon dönemi boyunca %9,2 olacağı hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer hesaplaması için hasılat büyüme oranı %1 olarak varsayılmıştır ve tarafımızca makuldür.
- Değerleme çalışmasında yurt içi ve yurt dışı çarpanlar ile hesaplanan değerlere verilen ağırlıklar ve nihai değerlendirmede İNA ve Piyasa Çarpanları metotları ile hesaplanan değerlere verilen ağırlıklar tarafımızca makuldür.
- Şirket için QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Pazar Yaklaşımına %40 ve Gelir Yaklaşımına %60 ağırlık verilerek iskonto öncesi 46.889.443.896 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Bu değere %20 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra pay başına halka arz öncesi 125,00 TL piyasa değeri hesaplanmıştır. Fiyat Tespit Raporundaki projeksiyonda ve varsayımlarda majör sapmalar olmayacağı varsayımıyla halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.