



GÜRSEL TURİZM TAŞIMACILIK VE SERVİS TİCARET A.Ő.
HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

8 Eylül 2022

Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu

Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”, “Kurul”) tarafından yayımlanan VII-128.1 nolu Pay Tebliği’nin (“Tebliğ”) 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu, halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul’un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (“KAP”) ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır. Tebliğ gereği, Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Gürsel Turizm”, “GRSEL”) için İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Aracı Kurum”, “İfo Yatırım”) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 25.02.2022 tarihinde KAP’ta yayımlanmış olup, Şirket payları 09.03.2022 tarihinden itibaren BİST’te işlem görmeye başlamıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca, “Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”

İşbu rapor, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, amacı Gürsel Turizm’in nihai halka arz fiyatı ile halka arz sonrasındaki 07.09.2022 tarihli borsa fiyatı arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Özet Bilgi

25.02.2022 tarihinde KAP’ta yayımlanan 28.12.2021 tarihli fiyat tespit raporunda (“Fiyat Tespit Raporu”, “Rapor”) Şirket’in 2018, 2019, 2020 yılları ve 2021/09 dönemine ilişkin finansal verileri baz alınarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, İNA yöntemine %50, Piyasa Çarpanlarına da %50 ağırlık verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizinde;

- Fiyat / Kazanç (F/K)
- Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK)

çarpanı kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde 2021-2030 yılları arası öngörülere yer verilmiştir.

Değerleme yöntemleri ve sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemleri	Değer (Milyon TL)	Ağırlıklandırma	Pay Başı Değer (TL)
İNA Değeri	847	% 50	9,7
BİST Ana Pazar	944	% 10	10,9
BİST Ulaştırma Endeksi	777	% 10	8,9
Yurt Dışı Benzerler	806	% 10	9,3
Yurt İçi Benzerler	1.213	% 20	13,9
Hedef Değer	919		10,56
Halka Arz İskontosu			%21,9
Halka Arz Fiyatı	718		8,25

İNA yöntemine %50 ve piyasa çarpanları yöntemine %50 ağırlık verilmesi sonucunda Gürsel Turizm'in değeri 919 milyon TL olarak hesaplanmış olup, hesaplanan değer üzerinden %21,9 oranında halka arz iskontosu uygulanarak nihai şirket değeri 718 milyon TL ve halka arz fiyatı 8,25 TL olarak belirlenmiştir.

Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

- 31.12.2021 Dönemi

Şirketin 25.02.2022 tarihinde izahname ekinde açıklamış olduğu 31.12.2021 tarihli finansalları ile İfo Yatırım'ın 25.02.2022 tarihinde yayımladığı 28.12.2021 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleşmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır.

Tabloda da görüleceği üzere şirketin hasılat ve faaliyet karlılıkları beklentilere paralel olarak gerçekleşmiştir.

(Milyon TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2021 / 31.12.2020 Değişim	31.12.2021 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	444,5	550,3	23,8%	550,9	99,9%
Satışların Maliyeti	371,8	474,6	27,6%	475,2	99,9%
Brüt Kar	72,7	75,7	4,1%	75,7	100,0%
Brüt Kar Marjı	16,4%	13,8%		13,7%	
Faaliyet Giderleri	10,7	16,6	55,8%	16,6	100,0%
Esas Faaliyet Karı	62,0	59,0	-4,8%	59,0	100,0%
Esas Faaliyet Kar Marjı	13,9%	10,7%		10,7%	
FAVÖK	68,9	79,0	14,6%	79,0	100,0%
FAVÖK Marjı	15,5%	14,4%		14,3%	

Şirketin 2020 yılında 444,5 milyon TL olan hasılatı 2021 yılında %23,8 artışla 550,3 milyon TL'ye yükselirken, beklentilere paralel gelmiştir.

Satışların maliyeti ise 2020 yılındaki 371,8 milyon TL'den 2021 yılında %27,6 artışla 474,6 milyon TL'ye yükselmiş, Şirketin brüt karı 2020 yılındaki 72,7 milyon TL'den 2021 yılında %4,1 artışla 75,7 milyon TL ile beklentilere paralel açıklanmıştır.

2020 yılında %16,4 olan brüt kar marjı 2021 yılında %13,8'e gerilemiştir.

2020 yılında 10,7 milyon TL olan faaliyet giderleri 2021 yılında %55,8 artışla 16,6 milyon TL'ye yükselirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise %2,4'ten %3,0'e yükselmiştir.

Şirketin esas faaliyet karı 2020 yılında 62,0 milyon TL iken, 2021 yılında beklentilere paralel olarak %4,8 azalışla 59,0 milyon TL'ye gerilemiştir.

2020 yılında %13,9 olan esas faaliyet kar marjı 2021 yılında %10,7'ye gerilemiştir.

Şirketin 2020 yılında FAVÖK'ü 68,9 milyon TL iken, 2021 yılında beklentilere paralel olarak %14,6 artışla 79,0 milyon TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 2020 yılındaki %15,5'ten %14,4'e gerilemiştir.

- 30.06.2022 Dönemi

Şirketin 18.08.2022 tarihinde açıklamış olduğu 30.06.2022 tarihli finansalları çerçevesinde 2022 yılının tamamına ilişkin beklentilere göre gerçekleşme oranları aşağıda gösterilmiş olup, yılın ilk yarısı itibarıyla beklentilerin üzerinde performans gösterildiği görülmektedir.

(Milyon TL)	30.06.2021	30.06.2022	30.06.2022 / 30.06.2021 Değişim	31.12.2022 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	225,7	563,9	149,8%	792,0	71,2%
Satışların Maliyeti	184,0	493,6	168,2%	690,1	71,5%
Brüt Kar	41,7	70,3	68,5%	101,8	69,1%
Brüt Kar Marjı	18,5%	12,5%		12,9%	
Faaliyet Giderleri	7,5	13,8	83,4%	21,4	64,5%
Esas Faaliyet Karı	34,2	56,5	65,2%	80,4	70,3%
Esas Faaliyet Kar Marjı	15,2%	10,0%		10,2%	
FAVÖK	43,2	70,3	62,6%	118,3	59,4%
FAVÖK Marjı	19,1%	12,5%		14,9%	

Şirketin 2021 yılının ilk yarısında 225,7 milyon TL olan hasılatı 2022 yılının aynı döneminde %149,8 artışla 563,9 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılının tamamı için öngörülen 792,0 milyon TL'lik hasılatının %71,2'si ilk yarı itibarıyla gerçekleşmiştir.

Şirketin 2021 yılının ilk yarısında 184,0 milyon TL olan satışlarının maliyeti 2022 yılının aynı döneminde %168,2 artışla 493,6 milyon TL'ye yükselirken, 2021 yılının ilk yarısında 41,7 milyon TL olan brüt karı 2022 yılının ilk yarısında %68,5 artışla 70,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Yılın ilk yarısı itibarıyla yılsonu için hedeflenen 101,8 milyon TL'lik brüt karın %69,1'i gerçekleştirilmiştir.

2021 yılının ilk yarısında %18,5 olan brüt kar marjı 2022 yılının ilk yarısında %12,5'e gerilemiştir.

Şirketin 2021 yılının ilk yarısında 7,5 milyon TL olan faaliyet giderleri 2022 yılının aynı döneminde %83,4 artışla 13,8 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılı için tahmin edilen 21,4 milyon TL'lik faaliyet giderlerinin %64,5'ine ilk yarı itibarıyla ulaşmıştır.

Şirketin 2021 yılının ilk yarısında 34,2 milyon TL olan esas faaliyet karı 2022 yılının ilk yarısında %65,2 artışla 56,5 milyon TL'ye yükselirken, 80,4 milyon TL olarak öngörülen 2022 yılı hedefinin %70,3'üne ilk yarı itibarıyla ulaşılmıştır.

2021 yılının ilk yarısında %15,2 olan esas faaliyet kar marjı, 2022 yılının ilk yarısında %10,0'a gerilemiştir.

Bu kapsamda Şirketin 2021 yılının ilk yarısında 43,2 milyon TL olan FAVÖK'ü 2022 yılının ilk yarısında %62,6 artışla 70,3 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılının tamamı için öngörülen 118,3 milyon TL'lik hedefin %59,4'ü ilk yarı itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

FAVÖK marjı ise 2021 yılının ilk yarısındaki %19,1'den 2022 yılının ilk yarısında 12,5'e gerilemiştir.

Özetle 2021 yılı sonuçları beklentilere paralel gelirken, 2022 yılının ilk yarısındaki sonuçlar ise beklentilerin üzerinde gerçekleşme olduğunu göstermektedir.

Mali Tablolar

Dönem	30.06.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
DÖNEN VARLIKLAR	441.974.705	181.919.797	146.061.182	136.443.789
Nakit ve Nakit Benzerleri	111.809.683	42.165.293	18.198.343	29.394.955
Finansal Yatırımlar	1.300.000	0	0	0
Ticari Alacaklar	223.143.172	112.361.997	92.656.529	79.484.152
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	10.328.212	11.623.718	999.599	1.570.946
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	212.814.960	100.738.279	91.656.930	77.913.206
Diğer Alacaklar	1.935.179	398.094	25.389.786	20.389.199
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	25.046.111	19.973.061
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.935.179	398.094	343.675	416.138
Stoklar	2.255.834	1.314.588	1.034.929	1.071.234
Peşin Ödenmiş Giderler	94.700.144	13.452.121	5.469.875	5.215.017
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	9.434	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	94.690.710	13.452.121	5.469.875	5.215.017
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	11.818	638.766	28.538	22.074
Diğer Dönen Varlıklar	6.818.875	11.588.938	3.283.182	867.158
DURAN VARLIKLAR	618.457.584	544.684.694	227.181.088	104.391.950
Diğer Alacaklar	66.396	66.396	33.780	6.920
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	66.396	66.396	33.780	6.920
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.207.009	1.207.009	1.360.594	1.724.675
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	18.137.578	9.496.602	5.480.912	6.545.905
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	72.874.550	72.730.000	57.631.000	44.217.500
Maddi Duran Varlıklar	503.395.449	453.966.520	160.517.350	49.384.347
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12.932.556	3.076.802	2.157.452	2.512.603
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12.932.556	3.076.802	2.157.452	2.512.603
Peşin Ödenmiş Giderler	9.844.046	4.141.365	0	0
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	9.844.046	4.141.365	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	1.060.432.289	726.604.491	373.242.270	240.835.739
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	319.844.932	220.610.662	133.961.858	165.360.609
Kısa Vadeli Borçlanmalar	23.267.749	3.113.149	5.365.331	9.454.055
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	71.709.877	60.912.946	16.848.480	16.382.646
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	997.738	562.430	351.775	374.426
Ticari Borçlar	159.277.037	86.372.456	59.827.487	53.090.909
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	29.798	44.257	136.651	0
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	159.247.239	86.328.199	59.690.836	53.090.909
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	9.102.593	5.269.545	2.705.974	2.514.565
Diğer Borçlar	26.327.460	23.150.336	18.574.303	29.776.880
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	26.327.460	23.150.336	18.574.303	29.776.880
Ertelenmiş Gelirler	9.849.654	35.879.733	18.265.409	47.084.764
İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	9.849.654	35.879.733	18.265.409	47.084.764
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.677.741	0	5.638.111	2.544.766
Kısa Vadeli Karşılıklar	16.635.083	5.350.067	6.384.988	4.137.598
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	3.608.779	1.947.153	1.387.001	827.927
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	13.026.304	3.402.914	4.997.987	3.309.671
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	214.342.451	145.917.747	71.444.082	21.084.642
Uzun Vadeli Borçlanmalar	123.234.400	51.230.363	22.110.199	11.004.356
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	351.775	787.083	1.163.717	1.493.900
Diğer Borçlar	8.990.877	16.044.453	22.340.316	0

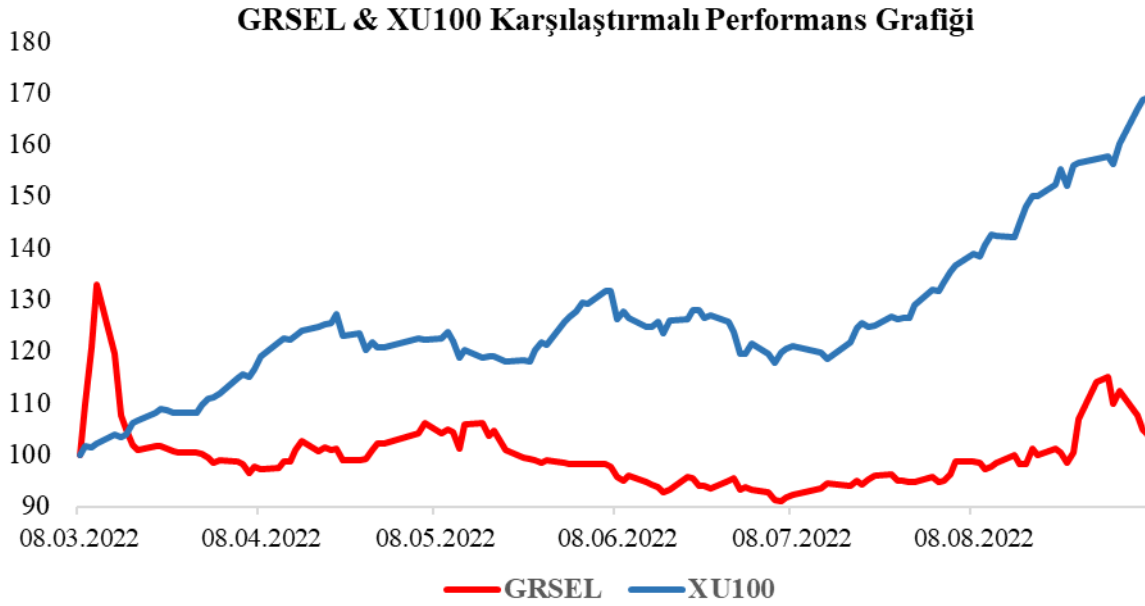
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	8.990.877	16.044.453	22.340.316	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.469.074	5.697.175	4.304.046	2.994.471
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	7.469.074	5.697.175	4.304.046	2.994.471
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	74.296.325	72.158.673	21.525.804	5.591.915
ÖZKAYNAKLAR	526.244.906	360.076.082	167.836.330	54.390.488
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	526.046.104	359.928.771	167.658.201	54.312.750
Ödenmiş Sermaye	102.000.000	87.000.000	30.000.000	10.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-74.642.043	-74.642.043	357.957	357.957
Paylara İlişkin Primler	102.559.556	0	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	229.961.787	229.961.787	58.488.786	-522.967
Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç / Kayıpları	230.652.201	230.652.201	59.193.464	0
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları	-690.414	-690.414	-704.678	-522.967
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	3.412.967	3.413.248	1.669.952	994.070
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	111.701.085	44.815.497	22.807.808	17.174.337
Net Dönem Karı/Zararı	51.052.752	69.380.282	54.333.698	26.309.353
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	198.802	147.311	178.129	77.738
TOPLAM KAYNAKLAR	1.060.432.289	726.604.491	373.242.270	240.835.739

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	30.06.2022	30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Hasılat	563.906.292	225.743.831	550.324.380	444.525.005	417.818.716
Satışların Maliyeti (-)	-493.570.523	-184.000.896	-474.633.683	-371.834.733	-380.052.355
Brüt Karı/Zararı	70.335.769	41.742.935	75.690.697	72.690.272	37.766.361
Genel Yönetim Giderleri (-)	-13.317.429	-7.305.072	-15.962.551	-10.299.797	-10.725.013
Pazarlama Giderleri (-)	-494.853	-225.701	-679.704	-381.292	-1.183.448
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24.159.272	9.044.276	11.291.656	23.430.857	18.052.228
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-13.774.369	-9.874.385	-16.478.718	-23.497.543	-15.773.849
Esas Faaliyet Karı/Zararı	66.908.390	33.382.053	53.861.380	61.942.497	28.136.279
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.656.304	4.125.000	34.513.292	6.865.947	8.657.199
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-1.786.885	-3.205.566	-4.009.108	0	-1.588.100
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından / Zararlarından Paylar	12.261.799	1.831.839	8.034.479	3.160.603	4.376.901
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	79.039.608	36.133.326	92.400.043	71.969.047	39.582.279
Finansman Gelirleri	2.652.204	1.639.361	2.673.578	3.750.525	2.700.409
Finansman Giderleri (-)	-19.416.611	-6.860.677	-15.764.639	-6.865.855	-8.871.333
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	62.275.201	30.912.010	79.308.982	68.853.717	33.411.355
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	-11.178.650	-4.421.975	-9.959.518	-14.493.074	-7.059.072
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-9.041.029	-8.638.073	-8.757.190	-12.527.402	-7.117.435
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-2.137.621	4.216.098	-1.202.328	-1.965.672	58.363
Dönem Karı	51.096.551	26.490.035	69.349.464	54.360.643	26.352.283
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	43.769	-20.600	-30.818	26.945	42.930
Ana Ortaklık Payları	51.052.782	26.510.635	69.380.282	54.333.698	26.309.353

Fiyat Performansı

Gürsel Turizm payları, 09.03.2022 tarihinde GRSEL kodu ile Borsa İstanbul Ana Pazarda işlem görmeye başlamıştır. GRSEL 8,25 TL'den halka arz edilmiş olup, 07.09.2022 tarihi itibarıyla pay kapanış fiyatı 8,55 TL olmuştur.

Aşağıdaki grafikte GRSEL ile BİST-100 Endeksinin Şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren göstermiş oldukları performans grafiği yer almaktadır. Buna göre GRSEL payları 07.09.2022 tarihli 8,55 TL kapanış fiyatı ile halka arz fiyatının %3,6 üzerine çıkarken, BİST-100 Endeksinde ise aynı periyotta %69,2'lik artış yaşanmıştır. Bu doğrultuda GRSEL'in BİST-100 Endeksine göre relatif performansı %38,7 daha kötü gerçekleşmiştir.



Halka Arz Sonrası Fiyata Etki Eden Faktörler

- Şirketin faaliyet sonuçları beklentilerin üzerinde gelmiştir.
- Şirket tarafından 27.09.2022 tarihinde brüt 10 milyon TL nakit kar payı ödeneceği açıklanmış olup, söz konusu tutar dünkü kapanışa göre %1,15 temettü verimliliğine karşılık gelmektedir.

Sonuç

Sonuç olarak, Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren payları %3,6 oranında prim yapmış olan Gürsel Turizm, beklentilerin üzerinde faaliyet performansı göstermesine karşılık, piyasadaki yükselişe ayak uyduramayarak gösterge endeksin altında performans sergilemiştir.