



**Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Değerlendirme Raporu - 1
25 Ağustos 2025**

QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal Kule Binası No:215 Kat:6-7
34394 Şişli İstanbul

İçindekiler:

1. Değerlendirme Raporunun Amacı	3
2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi	3
3. 31.12.2024 Tarihinde KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporu	4
4. Halka Arz Sonuçları	10
5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans	10
6. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri	11
7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler	12

1. Değerlendirme Raporunun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 ("Tebliğ") 29. Madde 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 düzenlemesi 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."

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ("Gülermak" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca halka arz lideri QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 31.12.2024 tarihinde KAP'ta yayımlanmış (Raporun tümüne erişmek için (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370127> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370128>) ve Şirket payları 17.01.2025 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Gülermak'ın nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 25.08.2025 tarihine kadar (22.08.2025 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 300.000.000 TL'den 322.600.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 22.600.000. TL ve ek satış dahil mevcut ortaklardan Gülermak Emlak Yapı İnşaat ve Yatırım A.Ş.'nin sahip olduğu 10.988.800 TL ve Gülermak Turizm İşletme Yatırım A.Ş.'nin sahip olduğu 5.171.200 TL nominal değerli olmak üzere toplam 38.760.000 TL nominal değerli paylarının 125,00 TL sabit fiyattan halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 26.12.2024 tarih ve 2024/59 sayılı toplantısında onaylanmıştır.

Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 125,00 TL sabit fiyattan Borsa dışında talep toplama işlemleri 8-9-10 Ocak 2025 tarihlerinde gerçekleştirilmiştir.

Gülermak sermaye artırımından 2.825.000.000 TL brüt halka arz geliri elde etmiştir.

Halka arzdan elde edilecek gelir ile Şirket, makine ve ekipman alımı, KÖİ projesi işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması ve finansman maliyetinin azaltılmasını hedeflemektedir.

Şirket'in 31.12.2024 tarihinde KAP'ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1370129>) halka arzdan beklenen net gelirin

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

alanlarında kullanılmasının planlanıldığı belirtilmiştir.

Şirket'in 15.05.2025 ve 20.08.2025 tarihlerinde KAP'ta yayımlanan (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1439405> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1481447>) Halka Arzdan Elde Edilen Fonun Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da yer alan fonun kullanımına ilişkin bilgiler aşağıda yer alan tabloda ve açıklamalarda belirtilmiştir.

Fon Kullanım Amacı	Planlanan Tutar (TL)	Kullanılan Tutar (TL)	Gerçekleşen Kullanım Oranı (%)	Kalan Tutar (TL)
Makine ve Ekipman Alımı	943,899,260	288,277,842	31%	655,621,418
KÖİ Projesi İşletme Sermayesi	809,056,509	439,971,902	54%	369,084,607
Finansman Maliyetinin Azaltılması	943,899,260	943,899,260	100%	0
Toplam	2,696,855,029	1,672,149,004	62%	1,024,706,025

Kaynak: Şirket

Gülermak, bedelli sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen gelir kapsamında;

- Makine ve ekipman alımı için ayrılan fonun %31'i kullanılmıştır. İlgili alanda kullanılan fon TBM ve TBM yedek parça alımında kullanılmaktadır.
- KÖİ projesi işletme sermayesi için ayrılan fonun %54'ü kullanılmıştır. Bu alanda kullanılan fon ağırlıklı olarak tramvay projesinin inşaat maliyetleri için kullanılmaktadır.
- Finansman maliyetinin azaltılması için ayrılan fonun tamamı kullanılmıştır.
- Henüz kullanılmayan fon ise nemalandırılarak değerlendirilmektedir.

Şirket, halka arz ile sermaye artırımından elde ettiği fonu amaçlarına uygun olarak kullanmakta, henüz kullanılmayan fonu ise en iyi şekilde nemalandırarak değerlendirildiğini ifade etmiştir.

3. 31.12.2024 Tarihinde KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporu

31.12.2024 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 ile 30.09.2024 tarihli sona eren ara dönem Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama

TMS / TFRS'yi uygulayan işletmeler, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı ile Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGK") tarafından 23 Kasım 2023 tarihinde yapılan açıklamayla birlikte, 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarından itibaren, "TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardı"na ("TMS 29") göre enflasyon muhasebesi uygulamaya başlamıştır. TMS 29, geçerli para birimi yüksek enflasyonlu bir ekonominin para birimi olan işletmelerin, konsolide finansal tabloları da dahil olmak üzere, finansal tablolarında uygulanmaktadır.

31.12.2024 tarihinde KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporunda yer alan finansal tablolar, bazı finansal varlıkların gerçeğe uygun değer ile sunulması dışında, tarihi maliyet esaslı baz alınarak hazırlanmıştır. Tarihi maliyetin belirlenmesinde varlıklar için ödenen gerçeğe uygun değerler dikkate alınmıştır. Söz konusu finansal tablolar ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirası'nın genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirası'nın 30 Eylül 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.

Gülermak'ın değerinin tespiti amacıyla gelir yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve pazar yaklaşımı kapsamında Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Çarpan analizi çalışmasında yurt içi benzer şirketlerin ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına

göre piyasa değerleri hesaplanmıştır. Yurt içi benzer şirketlerin ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan piyasa değerine %60,0 ağırlık verilmiş, İNA yöntemi ile hesaplanan piyasa değerine de %40,0 ağırlık verilerek, Şirket'in nihai piyasa değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabilmesi için benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından çok sık kullanılması ve Gülermak paylarının halka arzından sonra teşkilatlanmış bir piyasa olan Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması sebebiyle amacına uygun değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımı çalışması kapsamında güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabilmesi düşünüldükçe yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

UDS 30.6'da belirtildiği üzere, değerlemesi yapılan varlığın değer tespitinde mevcut verilere ve pazar ile ilgili koşullara göre en uygun ve en geçerli değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Bu sebeple, mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülen Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Diğer çarpan metodlarından Firma Değeri/Net Satışlar, Piyasa Değeri/Net Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Bu çarpan metodlarından FD/Net Satış, PD/Net Kar ve PD/Defter Değeri yöntemlerinin Şirket'in faaliyetleri gereği ve bulunduğu sektör nedeniyle uygun olmadığı değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, daha uygun bulunan operasyonel karlılık ve performans göstergesi olarak FAVÖK değerine göre çarpan yöntemi uygulanmıştır. İnşaat ve taahhüt sektöründe benzer şirketlerin duran varlık yatırımlarının hem yatırım tutarları hem yatırım zamanlamaları açısından farklılık göstermesi nedeniyle amortisman giderleri de farklı seviyelerde oluşmaktadır. Bu nedenle nakit olmayan amortisman giderleri faaliyet giderlerine eklenmesi suretiyle elde edilen FAVÖK değerinin benzer şirketlerin operasyonel performansını karşılaştırabilmek adına dikkate alınmıştır. Ayrıca inşaat ve taahhüt sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarının oldukça farklılaşması, dolayısıyla benzer satış seviyelerinin çok farklı karlılık seviyelerinde gerçekleştirilebilmesi dolayısıyla FD/Net Satış çarpanı kullanılmamıştır. Özellikle yurt dışı benzer şirketler için farklı ülkelerdeki farklı vergi oranları ve finansman koşulları net kar ve özkaynakları doğrudan etkileyebileceğinden PD/Net Kar ve PD/Defter Değeri çarpanları değerlemeye dahil edilmemiştir.

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: 38,0180).

Benzer şirketler çarpan analizinde kullanılan FAVÖK hesaplaması gerçekleştirilirken, 01.10.2023 – 30.09.2024 dönemini kapsayan son 12 aylık FAVÖK hesaplanmıştır.

Değerlemeye Baz Oluşturan FAVÖK

30.09.2024'te sona eren son 12 aylık mali dönem	EUR
FAVÖK*	119.439.940

*FAVÖK = Brüt Kar – Genel Yönetim Giderleri + Amortisman

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in konsolide finansal tablolarında yer alan 01.10.2023 – 30.09.2024 dönemindeki son 12 aylık tam konsolide FAVÖK'ü 119,4 milyon Avro olarak hesaplanmıştır.

Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Piyasa değeri hesaplanırken net finansal borç, firma değerinden çıkarılmaktadır. Söz konusu net borç rakamı Bağımsız Denetim Raporu'ndan Türk Lirası olarak alınmış olup, 30.09.2024 tarihli Avro kuru ile çevrilmiştir. (30.09.2024 TCMB alış Avro Kuru: 38,0180)

Değerlemeye Baz Oluşturan Net Borç

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

**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 beklenmediğinden finansal yatırımlar 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.*

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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. FAVÖK çarpanı Şirket'in operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Çarpanları dikkate alınan firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında yer almaktadır. 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 değerleri için "CapitalIQ" platformu kullanılmış olup, 15.11.2024 tarihli piyasa verilerinden yararlanılmıştır.

Şirket'in Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 30.09.2024 tarihi itibarıyla gerçekleşen FAVÖK'ü 119.439.940 EUR'dur. Bu tutar, TMS 29 gereğince ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.12.2023 tarih ve 2023/81 numaralı bülteninde yer alan Enflasyon Muhasebesi Uygulamasına İlişkin Duyuru'su kapsamında 30.09.2024 ara dönem mali tabloları itibarıyla uygulamaya giren enflasyon muhasebesine tabiidir.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Şirket	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	6.006	570	10,5x
Girisim 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	11,1x
Yeşil Yapı Endüstrisi A.Ş.	39	0	383,6x
Tekfen Holding Anonim Şirketi	926	19	48,3x
Alarko Holding A.Ş.	1.304	-12	11,1x
Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi	146	10	14,9x
Orge Enerji Elektrik Taahhüt Anonim Şirketi	171	43	3,9x
Birleşim Mühendislik Isıtma Sogutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi*	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	11,1x
Medyan			12,3x

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

FD/FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin 15.11.2024 tarihli firma değerlerinin, 01.10.2023 - 30.09.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

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 içi Benzer Şirket FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

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 çarpanları, yurt dışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin 15.11.2024 tarihli firma değerlerinin, 01.10.2023 - 30.09.2024 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

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

Şirket	Firma Değeri (EUR mn)	FAVÖK (EUR mn)	FD/FAVÖK
Webuild S.p.A. *	2.391	267	8,9x
Obrascón 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	11.490	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

* 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.

Yurt dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer

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

Yurt İçi Çarpan Değeri'ne %30, Yurt Dışı Çarpan Değerine ise %70 ağırlık verilmiştir. Çarpan değerlemesi sonucunda Şirket'in Piyasa Değeri 1.245 milyon Avro olarak bulunmuştur. Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 01.10.2024 ile 31.12.2032 tarihleri arasında yaratacağı nakit akımları ve 31.12.2032 tarihi sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışma kapsamında Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar, Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş. ile bağlı ortaklıkları, müşterek yönetime tabii işletmeleri ve şubelerinin bağımsız denetim çalışmalarına baz oluşturan finansal tabloları, faaliyet ve coğrafya bazında backlog ile gelir kırılımları ve bağımsız denetçi raporu verilerinden faydalanılmıştır.

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 faaliyetlerini ağırlıklı olarak yurtdışındaki bağlı ortaklıkları, müşterek kontrole tabii teşebbüsleri ve iştirakleri üzerinden gerçekleştirmesi 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
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
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									

İNA çalışmasına göre Şirket'in piyasa değeri 1.377 milyon Avro olarak bulunmuştur. Değerleme yapılırken İNA yöntemi ile bulunan değere %40 ve Çarpan Değeri'ne %60 ağırlık verilmiştir. Bu çerçevede Gülermak'ın piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

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

Çalışma kapsamında hesaplanan pay başına değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması sonucu 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.

4. Halka Arz Sonuçları

Gülermak'ın talep toplama işlemleri 125,00 TL sabit fiyat ile 8-9-10 Ocak 2025 tarihlerinde tamamlanmıştır. Şirket, GLRMK hisse koduyla 17 Ocak 2025 Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

Halka arz sonuçları 13.01.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanmıştır.

Halka arz edilen 32.300.000 TL nominal değerli paylar ile ek satışa sunulan 6.460.000 TL nominal değerli payların tamamı ile birlikte toplam 38.760.000 TL nominal payın satışı gerçekleşmiştir.

Halka arzda, ek satış hariç halka arz edilen 32.300.000 TL nominal değerli payların 3,20 katına denk gelen 103.446.374 TL nominal değerli pay talebi gelmiştir. Halka arzda, ek satış hariç, Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara tahsis edilen payların 1,37 katı, Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılara tahsis edilen payların 11,98 katı ve Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilen payların 2,91 katı talep gelmiştir.

Halka arz fiyatı üzerinden yatırımcı grubu bazında talep ve dağıtım bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Nominal Pay Adedi	Oran	Başvuru Sayısı	Nominal Pay Adedi	Oran	Yatırımcı Sayısı	Nominal Pay Adedi	Oran
Yurt İçi Bireysel	12.920.000	40,00%	605.255	17.696.841	17,11%	595.287	15.504.000	40,00%
Yüksek Talepte Bulunan Yatırımcılar	3.230.000	10,00%	2.810	38.700.982	37,41%	2.785	3.876.000	10,00%
Yurt İçi Kurumsal	16.150.000	50,00%	195	47.048.551	45,48%	194	19.380.000	50,00%
Toplam	32.300.000	100%	608.260	103.446.374	100%	598.266	38.760.000	100%

Kaynak: QNB Yatırım

5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans

Şirket paylarının 17 Ocak 2025 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2024 yılı, 2025 yılı 3 aylık ve 6 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan 2025 yılı 6 aylık finansal tablolarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Özet Mali Tablolar

Gelir Tablosu

TL	30.06.2024	30.06.2025	Artış (%)
Hasılat	18,267,372,163	15,993,085,793	-12%
Brüt Kar	2,961,558,630	2,394,192,009	-19%
Esas Faaliyet Karı	2,927,016,610	1,877,666,377	-36%
Vergi Öncesi Kar	2,411,040,168	3,265,318,920	35%
Net Dönem Karı	2,298,058,128	2,282,447,271	-1%
FAVÖK*	3,250,262,561	2,495,444,319	-23%

*Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler FAVÖK hesabına dahil edilmemiştir.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Bilanço

TL	31.12.2024	30.06.2025	Artış (%)
Dönen Varlıklar	43,099,598,819	48,675,199,832	13%
Duran Varlıklar	5,569,014,944	6,144,359,161	10%
Toplam Varlıklar	48,668,613,763	54,819,558,993	13%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	24,508,112,367	23,380,541,034	-5%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,554,011,009	17,125,573,755	18%
Özkaynaklar	9,606,490,387	14,313,444,204	49%
Toplam Kaynaklar	48,668,613,763	54,819,558,993	13%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Projeksiyon-2025/6 Gerçekleşme Tablosu

Gülermak	2025/6 Gerçekleşen (mn TL)	2025/6 Gerçekleşen (mn EUR)*	2025 Projeksiyon (mn EUR)	2025 Projeksiyon Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	15,993	344	1,255	27%
Brüt Kar	2,394	51	158	33%
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	14.97%	14.97%	12.55%	
FAVÖK	2,495	54	164	33%
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	15.60%	15.60%	13.07%	

*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından 30.06.2025 günü saat 15:30'da belirlenen gösterge niteliğindeki EURTRY 46,55 döviz alış kuru kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli'ne göre net satışların 2025 yılı 6 aylık gerçekleşme oranı %27 seviyesindedir. Fiyat Tespit Raporunda 2025 yılı 6 aylık dönem için brüt kar ve FAVÖK gerçekleşme oranı %33 olmuştur.

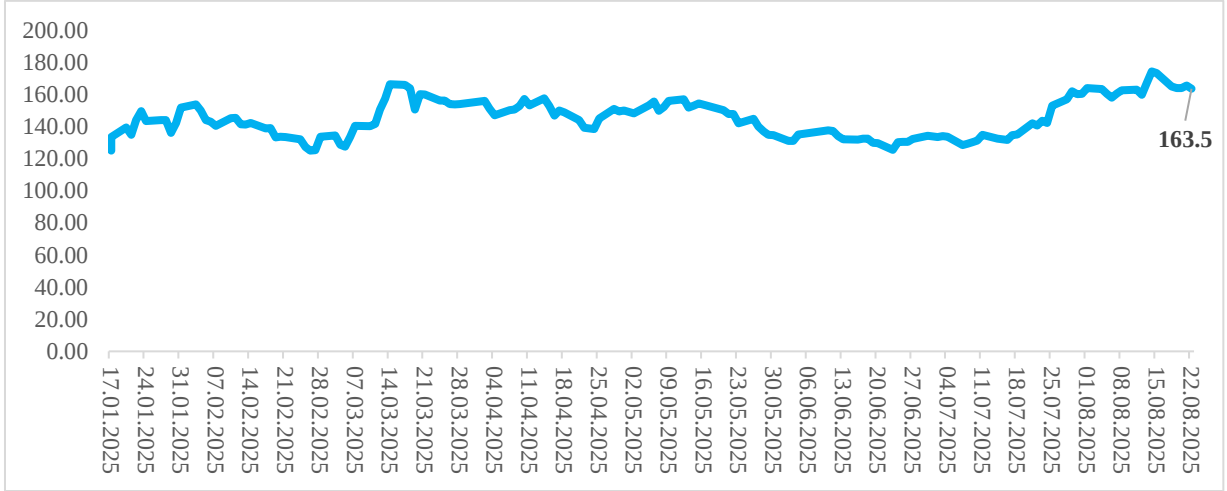
Şirket'in hasılatı ve finansal sonuçları, taahhüt sektörünün dinamikleri doğrultusunda yıl içinde dönemsellik gösterebileceğinden Şirket tarafında genel değerlendirmenin yıl sonunda yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

6. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri

Gülermak payları, 17 Ocak 2025 tarihinde 125,00 TL fiyatla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

Şirket paylarının 22.08.2025 tarihindeki borsa kapanış fiyatı 163,50 TL'dir.

Gülermak Pay Fiyatı

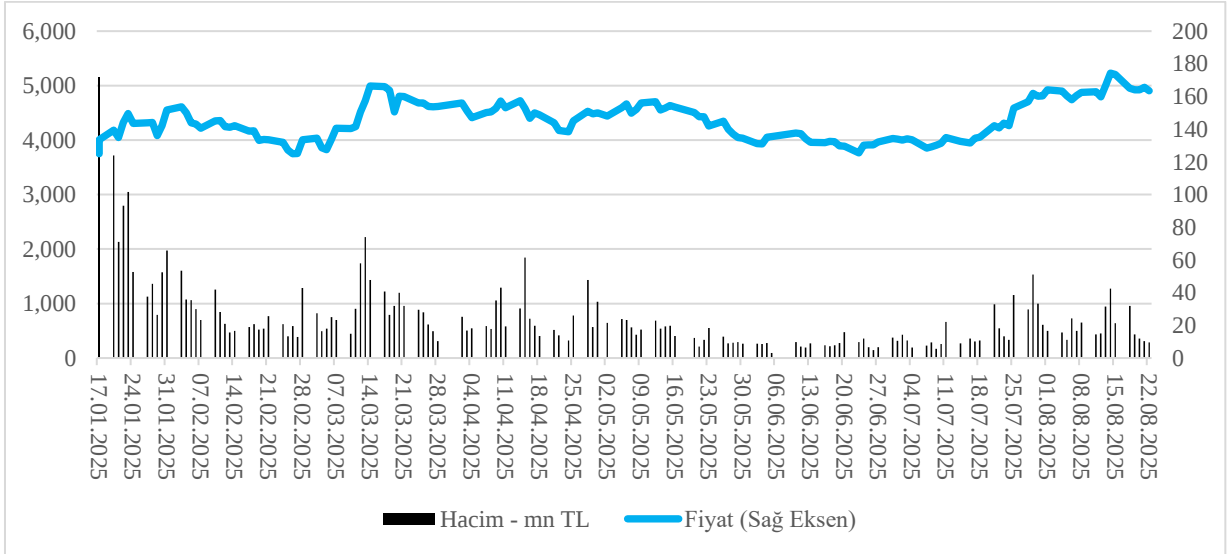


Kaynak: S&P CapitalIQ

7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler

Gülermak paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

Gülermak Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak: S&P CapitalIQ

Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından işbu rapor tarihine kadar geçen süreçte, KAP'ta duyurulan önemli açıklamalar aşağıda yer almaktadır:

Şirket, 28.01.2025 tarihli KAP açıklamasında Polonya'da S19 otoyolunu Jawornick Lutz arasında bulunan bölümünün tasarım ve yapım işleri için açılan ihaleyi, Gülermak'ın %100 bağlı ortaklığı olan Gülermak S.A. ve Budimex S.A. ortak girişiminin 1.909.653.720 PLN bedelle kazandığını açıklamıştır.

29.01.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket, Ankara Natoyolu-Dikimevi ihalesinde en düşük teklif olan 14.084.200.000 TL ile birinci olduğunu açıklamıştır.

Şirket, 19.02.2025 tarihli KAP açıklamasında yenilenebilir enerji stratejisi doğrultusunda geçmişte 52 MW kurulu güç olarak imzalamış olduğu GES lisans ve proje hakları sözleşmesini 300 MW kurulu güce kadar artırılacağını duyurmuştur.

08.04.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket, 29.01.2025 tarihli KAP açıklamasında belirtilen Ankara Natoyolu-Dikimevi ihalesine ilişkin Ankara Büyükşehir Belediyesi tarafından sözleşmeye davet edildiğini duyurmuştur.

Şirket, 25.04.2025 tarihli KAP açıklamasında Sırbistan'daki Belgrad-Nis, Stalac-Djunis kesimi demiryolunun yeniden inşası ve modernizasyonu ile ikinci demiryolu hattının yapımı için açılan ihalesinde Gülermak ve YSE Yapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. ortak girişiminin 348.905.039,28 EUR bedelle birinci olduğunu duyurmuştur.

01.05.2025 tarihli KAP bildiriminde Şirket, Polonya Varşova Metrosu 1. Hattı'nın telisiz sistemleri modernizasyonu ihalesi için vermiş olduğu 29.875.000 PLN tutarındaki teklifin birinci olduğunu açıklamıştır.

Şirket, 13.05.2025 tarihli KAP bildiriminde 08.04.2025 tarihli açıklamasında bahsi geçen Ankara Natoyolu-Dikimevi Raylı Sistem Uzatma Hattı'nın inşaat ve elektromekanik sistemlerinin temin, montaj ve işlemeye alma işleri projesi kapsamında Ankara Büyükşehir Belediyesi ile sözleşme imzaladığını duyurmuştur.

23.05.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket, 23.05.2025 tarihli YK kararına istinaden %100 bağlı ortaklığı olan Gülermak Renewables Ltd. tarafından 2.508.000 GBP tutar karşılığında Fes Systems Limited ve Cell Infrastructures Limited'in %100'ünün satın alınmasına ilişkin pay alım sözleşmesi imzalandığını duyurmuştur. Bu satın ama sonucunda, Şirket'in bağlı ortaklıkları aracılığıyla sahip olduğu güneş enerjisi alanındaki lisan ve izin hakları 104,4 MW'a ulaşacaktır.

07.07.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket'in, Gebze-Köseköy Demiryolu hat kesimi, sinyalizasyon, telekomünikasyon ve destek sistemleri yapımı işleri ihalesine vermiş olduğu 1.875.000.000 TL tutarındaki teklife karşın TCDD tarafından sözleşmeye çağrılmayı bekledikleri duyurulmuştur.

10.07.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket, %100 bağlı ortaklığı olan Gülermak S.A.'nın Budimex S.A. ile kurduğu konsorsiyum aracılığıyla Polonya Demiryolları'nın Szczyrzyc-Tymbark Bölümü'nün demiryolu ve tünel yapım işleri ihalesinden kesin sonucun bildirildiği ve kurulan konsorsiyumun sözleşmeye çağrılmayı beklediğini duyurmuştur.

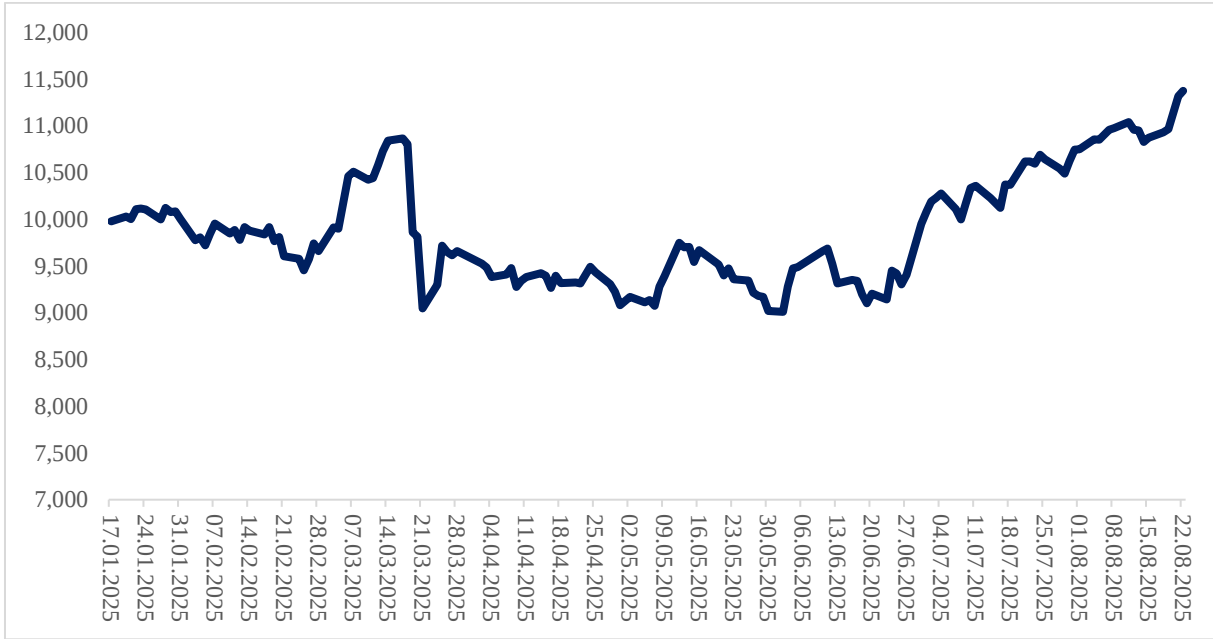
17.07.2025 tarihli KAP açıklasında Şirket, 07.07.2025 tarihli KAP açıklamasında duyurmuş olduğu Gebze-Köseköy Demiryolu hat kesimi, sinyalizasyon, telekomünikasyon ve destek sistemleri yapımı işleri ihalesi için sözleşmeye çağrıldığını bildirmiştir.

25.07.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket, 17.07.2025 tarihli KAP açıklamasında duyurmuş olduğu Gebze-Köseköy Demiryolu hat kesimi, sinyalizasyon, telekomünikasyon ve destek sistemleri yapımı işleri ihalesi için sözleşme imzaladığını bildirmiştir.

07.08.2025 tarihli KAP açıklamasında Şirket, büyüme stratejisi doğrultusunda farklı sektörlerde yatırım fırsatlarını değerlendirme açısında maden sektöründe faaliyet göstermek üzere yeni bir şirket kurulmasına karar verdiğini duyurmuştur. Şirket, 07.08.2025 tarihli YK Kararıyla, Anka Maden A.Ş. unvanıyla yeni bir şirket kurduğunu duyurmuştur.

Gülermak paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren BIST 100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

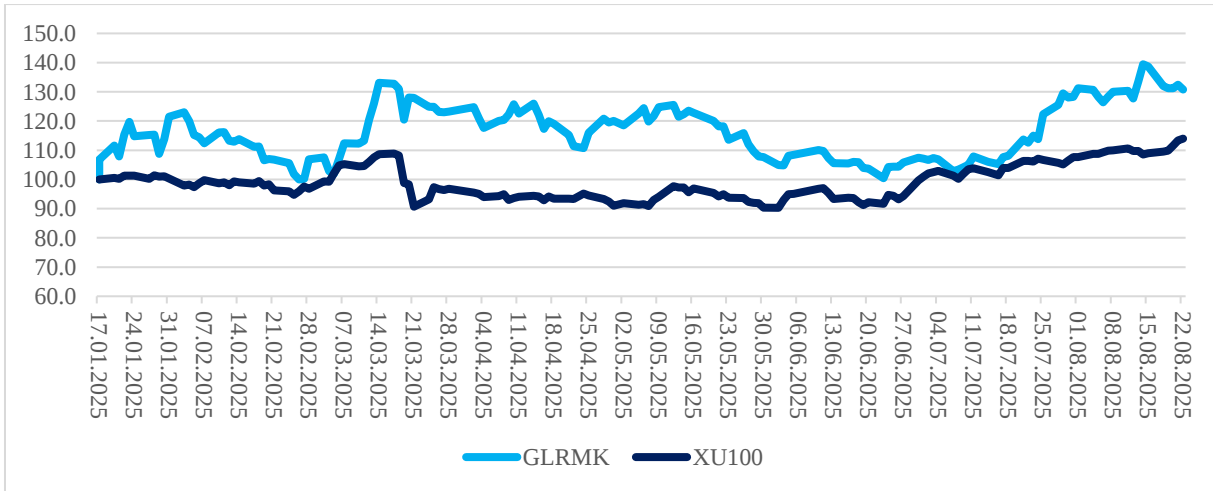
BIST100 Endeksi



Kaynak: S&P CapitalIQ

Gülermak pay fiyatının BIST 100 endeksine göre performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

Gülermak'ın BIST100 Endeksine Göre Performansı



Kaynak: S&P CapitalIQ

17.01.2025 tarihinde 1 TL nominal değerli pay başına 125,00 TL seviyesindeki halka arz fiyatı ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Gülermak, 22.08.2025 tarihi itibarıyla 163.50 TL fiyat seviyesinde kapanmıştır. Payların işlem görmeye başladığı 17.01.2025 tarihinde 9.977,94 TL seviyesinde kapanan BIST 100 endeksi ise 22.08.2025 tarihi itibarıyla 11.372,33 TL seviyesinde kapanmıştır. Bu dönemde Gülermak pay fiyatı %30,8 oranında değer kazanırken, BIST 100 endeksi de %14,0 oranında değer kazanmıştır. Bu dönem içindeki Gülermak ikincil piyasa pay fiyatı hareketlerinde, Şirket tarafından açıklanan ara dönem, yıllık finansal sonuçları ve Şirket faaliyetleri ile ilgili gelişmeleri ile İzahnamede belirtilen risk faktörlerini içerecek kapsamda makro ekonomik, sektörel ve piyasa gelişmeleri de etkili olabilmektedir.