

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

| Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. | |
|--|--|
| Borsa Kodu | GRSEL |
| Halka Arz Yöntemi | Sermaye Artırımı & Ortak Satışı |
| Halka Arz Şekli | Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış |
| Kote Olunacak Pazar | Ana Pazar |
| Talep Toplama Tarihleri | 3-4 Mart 2022 |
| Halka Arz Öncesi Sermaye | 87.000.000 TL |
| Sermaye Artırımı | 15.000.000 TL |
| Ortak Satışı | 7.000.000 TL |
| Ek Satış | 0 TL |
| Halka Arz Sonrası Sermaye | 102.000.000 TL |
| Halka Açıklık Oranı | 21,57% |
| Talep Toplama Fiyatı | 8,25 TL |
| Halka Arz Büyüklüğü | 181.500.000 TL |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri | 717.750.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri | 841.500.000 TL |

| Halka Arz Çarpanları | |
|----------------------|-------|
| F/K 2021Ç3 | 12,91 |
| FD/FAVÖK1 2021Ç3 | 10,16 |
| FD/FAVÖK* 2021Ç3 | 9,61 |
| PD/DD 2021Ç3 | 4,84 |

| Halka Arz Sonrası Çarpanlar | |
|-----------------------------|-------|
| F/K 2021Ç3 | 15,14 |
| FD/FAVÖK1 2021Ç3 | 10,16 |
| FD/FAVÖK* 2021Ç3 | 9,61 |
| PD/DD 2021Ç3 | 3,09 |

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

- Şirket, Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret Ltd. unvanıyla İstanbul'da 1993 yılında kurulmuştur.
- Şirketin ana faaliyet konusu, ağırlıklı olarak personel ve öğrenci taşımacılığında ulaşım çözümleri sunmaktadır. Şirket 5 ana kategoride taşımacılık hizmeti sunmaktadır. Bunlar; personel servis taşımacılığı öğrenci servis taşımacılığı, sürücülü araç kiralama hizmetleri, kent içi toplu taşımacılık hizmetleri ve şehirlerarası taşımacılık hizmetleri ana faaliyet alanları olarak sıralanmaktadır.
- Personel Servis Taşımacılığı yoğunluk merkezi İstanbul ve Gebze/Kocaeli olmak üzere tüm ülke coğrafyasında, özel sektör müşterileri çoğunlukta olmak üzere, müşterilerin personellerinin evden işyerine-işyerinden evlerine ulaşım hizmetlerini sağlamak olarak tanımlanmıştır.
- Türkiye'nin en yüksek başarı yüzdelerinde öğrenci kabul eden, talep gören vakıf ve özel okullarına minibüs, otobüs kiralama hizmeti olarak tarif edilebilen, müşterilerin özel transfer hizmetlerini gerçekleştirdiği bir taşıma ürünüdür. Comfort Go markası adı altında vermekle birlikte İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nden alınan "Filo Taşımacılık Belgesi" kapsamında Comfort hizmetleri yapılmaktadır. Şirket, bu belgeye sahip 9 şirketten biridir. Kent İçi Toplu Taşıma, devlet yönetimi ve himayesinde kurgulanan, şartları belirlenen, aslen belediyeler yetkisinde tüm dünyada var olan ulusal taşıma işlerini ifade eder.
- Şirket, Ürdün'ün başkenti Amman'da yapılan "Kent İçi Toplu Taşıma Operatörlüğü "ihalesi 5+5 yıllığına kazanılarak hizmete başlamıştır. Gürsel Autobus" markası kullanılarak 2019 yılında başlayan operasyonun 1.fazında mülkiyeti Amman Belediyesi'ne ait,135 araç ve 400 personel ile 57 güzergâhta hizmet vermektedir. Projenin 2.fazının 2022'de başlaması planlanmakta olup 2.fazında tamamlanması sonucunda toplamda 287 araçla hizmet verecektir.
- Şirket, 03.02.2021 tarihi itibarıyla 119'u 2021'de olmak üzere toplamda 472 adet plaka yatırımı yapmıştır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş.'nin 400.000.000 TL olan kayıtlı sermaye tavanı içerisinde 87.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi mevcut ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak tamamı nakden olmak üzere 15.000.000 TL tutarında artırılarak 102.000.000 TL'ye çıkarılacaktır. İhraç edilecek 15.000.000 TL nominal değerli pay karşılığı 123.750.000 TL olması beklenen sermaye artırım gelirinden 6.500.000 TL olması beklenen halka arz maliyetleri düşüldükten sonra 117.250.000 TL kaynak elde edilmesi planlanmaktadır.

Şirket'in özkaynaklarını güçlendirmek amacıyla yapılacak sermaye artırım kapsamında elde edilecek kaynağın;

- %70'ine karşılık gelen 82.075.000 TL'nin; Şirketin yeni araç ve plaka alımı, yazılım geliştirme yatırımları, araç -bakım servisi yatırımları kapsamında kullanılmasına,
- %20'sine karşılık gelen 23.450.000 TL'nin; Şirketin finansal borç faiz ve anapara ödemelerinde kullanılmasına,
- %10'una karşılık gelen 11.725.000 TL'nin; Şirketin işletme sermaye ihtiyacında kullanılmasına,
- İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında geçiş yapılabilmesine oy birliği ile karar verilmiştir.

Ortaklık Yapısı

| Gürsel Turizm Ortaklık Yapısı | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası | |
|-------------------------------|-------------------|---------------|--------------------|-------------|
| | Sermaye (TL) | Pay Oranı | Sermaye (TL) | Pay Oranı |
| Levent Birant | 34.800.000 | 40,00% | 32.000.000 | 31,37% |
| İsmail Bülent Birant | 34.800.000 | 40,00% | 32.000.000 | 31,37% |
| Hürer Fethi Gündüz | 8.700.000 | 10,00% | 8.000.000 | 7,84% |
| Türker Karahasan | 8.700.000 | 10,00% | 8.000.000 | 7,84% |
| Halka Açık Kısım | 0 | 0,00% | 22.000.000 | 21,57% |
| Toplam | 87.000.000 | 100,0% | 102.000.000 | 100% |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

| Gürsel Turizm Bilanço (TL) | | | | |
|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| VARLIKLAR | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/09 |
| DÖNEN VARLIKLAR | 111.285.412 | 136.443.789 | 146.061.182 | 161.590.528 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 18.644.730 | 29.394.955 | 18.198.343 | 36.905.709 |
| Ticari Alacaklar | 79.333.488 | 79.484.152 | 92.656.529 | 96.965.632 |
| Diğer Alacaklar | 7.494.983 | 20.389.199 | 25.389.786 | 557.685 |
| Stoklar | 973.581 | 1.071.234 | 1.034.929 | 1.238.214 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 4.272.831 | 5.215.017 | 5.469.875 | 13.375.564 |
| Diğer Dönen Varlıklar | 565.799 | 889.232 | 3.311.720 | 12.547.724 |
| DURAN VARLIKLAR | 85.402.998 | 104.391.950 | 227.181.088 | 282.727.632 |
| Diğer Alacaklar | 6.670 | 6.920 | 33.780 | 66.396 |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkul | 45.805.600 | 44.217.500 | 57.631.000 | 42.836.000 |
| Maddi Duran Varlıklar | 36.358.576 | 49.384.347 | 160.517.350 | 217.928.394 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 2.953.384 | 2.512.603 | 2.157.452 | 1.986.718 |
| Özk.Yönt.Değ.Yat. | | 6.545.905 | 5.480.912 | 10.573.289 |
| Kullanım Hakkı Var. | | 1.724.675 | 1.360.594 | 1.225.078 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 278.768 | | | 8.111.757 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 196.688.410 | 240.835.739 | 373.242.270 | 444.318.160 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| KAYNAKLAR | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/09 |
|----------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 147.850.678 | 165.360.609 | 133.961.858 | 190.356.487 |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 8.630.937 | 9.454.055 | 5.365.331 | 14.556.675 |
| Uzun. Vad.Borç.Kısa.Vad.Kıs. | 18.622.778 | 16.382.646 | 16.848.480 | 35.915.099 |
| Kiralama İşlemlerinden Borç | | 374.426 | 351.775 | 473.394 |
| Ticari Borçlar | 49.680.755 | 53.090.909 | 59.827.487 | 63.544.298 |
| Çalış.Sağ.Fay.Kap.Borç. | 2.629.221 | 2.514.565 | 2.705.974 | 4.836.377 |
| Diğer Borçlar | 27.910.070 | 29.776.880 | 18.574.303 | 19.201.751 |
| Ertelenmiş Gelirler | 33.481.878 | 47.084.764 | 18.265.409 | 43.092.022 |
| Diğ.Kısa Vad.Yüküm. | 6.895.039 | 6.682.364 | 12.023.099 | 8.736.871 |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 20.666.191 | 21.084.642 | 71.444.082 | 105.398.394 |
| Uzun Vad.Borç. | 12787358 | 11.004.356 | 22.110.199 | 61.065.376 |
| Kiralama İşlemlerinden Borç. | | 1.493.900 | 1.163.717 | 895.646 |
| Diğer Borçlar | | | 22.340.316 | 19.945.111 |
| Uzun Vadeli Karşılıklar+Ert.Gel. | 2.195.222 | 2.994.471 | 4.304.046 | 5.196.753 |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü | 5.683.611 | 5.591.915 | 21.525.804 | 18.295.508 |
| ÖZKAYNAKLAR | 28.171.541 | 54.390.488 | 167.836.330 | 148.563.279 |
| Sermaye | 10.000.000 | 10.000.000 | 30.000.000 | 87.000.000 |
| Ort.Kont.Tabi İşlet.Birleşme Et. | 357.957 | 357.957 | 357.957 | -74.642.043 |
| Diğ.Kap.Gelirler/(Giderler) | -389.632 | -522.967 | 58.488.786 | 49.934.972 |
| Kardan Ayrı.Kısıt.Yed. | 994.070 | 994.070 | 1.669.952 | 3.413.248 |
| Ana Ortak.Özkaynakları | 28.136.732 | 54.312.750 | 167.658.201 | 148.408.246 |
| Kont.Gücü Olm.Pay. | 34.809 | 77.738 | 178.129 | 155.033 |
| Geçmiş Yıl Karları | 24.118.081 | 17.174.337 | 22.807.808 | 45.586.486 |
| Net Kar | -6.943.744 | 26.309.353 | 54.333.698 | 37.115.583 |
| Net Dönem Karı | 15.971.536 | 31.300.316 | 22.206.331 | 18.144.606 |
| Geçmiş Yıllar Karları | 35.868.417 | 51.839.953 | 83.140.269 | 5.546.600 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 196.688.410 | 240.835.739 | 373.242.270 | 444.318.160 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| Gürsel Turizm Gelir Tablosu (TL) | | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2020/09 | 2021/09 | Son 4Ç |
| Hasılat | 325.952.198 | 417.818.716 | 444.525.005 | 315.336.168 | 365.853.808 | 495.042.645 |
| Yıllık Değişim | | 28,2% | 6,4% | | 16,0% | |
| Satışların Maliyeti (-) | -299.981.891 | -380.052.355 | -371.834.733 | -260.092.856 | -307.684.840 | -419.426.717 |
| Yıllık Değişim | | 26,7% | -2,2% | | 18,3% | |
| Brüt Kâr/Zararı | 25.970.307 | 37.766.361 | 72.690.272 | 55.243.312 | 58.168.968 | 75.615.928 |
| Yıllık Değişim | | 45,4% | 92,5% | | 5,3% | |
| Brüt Kar Marjı | 8,0% | 9,0% | 16,4% | 17,5% | 15,9% | 15,3% |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -7.465.510 | -10.725.013 | -10.299.797 | -7.141.345 | -11.527.771 | -14.686.223 |
| Pazarlama Giderleri (-) | -1.032.732 | -1.183.448 | -381.292 | -299.749 | -389.909 | -471.452 |
| Faaliyet Karı | 17.472.065 | 25.857.900 | 62.009.183 | 47.802.218 | 46.251.288 | 60.458.253 |
| Yıllık Değişim | | 48,0% | 139,8% | | -3,2% | |
| Faaliyet Kar Marjı | 5,4% | 6,2% | 13,9% | 15,2% | 12,6% | 12,2% |
| Amortisman | 4.153.006 | 4.646.102 | 6.935.316 | 5.889.957 | 14.135.469 | 15.180.828 |
| FAVÖK1 | 21.625.071 | 30.504.002 | 68.944.499 | 53.692.175 | 60.386.757 | 75.639.081 |
| Yıllık Değişim | | 41,1% | 126,0% | | 12,5% | |
| FAVÖK1 Marjı | 6,6% | 7,3% | 15,5% | 17,0% | 16,5% | 15,3% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 21.161.041 | 18.052.228 | 23.430.857 | 4.982.369 | 10.490.659 | 28.939.147 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | -32.149.179 | -15.773.849 | -23.497.543 | -10.474.631 | -11.629.429 | -24.652.341 |
| Esas Faaliyet Kâr/Zararı | 6.483.927 | 28.136.279 | 61.942.497 | 42.309.956 | 45.112.518 | 64.745.059 |
| Yıllık Değişim | | 333,9% | 120,2% | | 6,6% | |
| FAVÖK2 | 10.636.933 | 32.782.381 | 68.877.813 | 48.199.913 | 59.247.987 | 79.925.887 |
| Yıllık Değişim | | 208,2% | 110,1% | | 22,9% | |
| FAVÖK2 Marjı | 3,3% | 7,8% | 15,5% | 15,3% | 16,2% | 16,1% |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler | 663.411 | 8.657.199 | 6.865.947 | 4.309.640 | 4.599.292 | 7.155.599 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-) | -1.357.414 | -1.588.100 | | | -3.205.566 | -3.205.566 |
| Özkaynak Yönt. Değ. Yat. Kârlarından/Zar. Paylar | | 4.376.901 | 3.160.603 | 2.209.537 | 6.096.344 | 7.047.410 |
| FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KÂRI/ZARARI | 5.789.924 | 39.582.279 | 71.969.047 | 48.829.133 | 52.602.588 | 75.742.502 |
| Finansman Giderleri (-) | -12.086.026 | -8.871.333 | -6.865.855 | -6.357.119 | -11.744.030 | -12.252.766 |
| Finansman Gelirleri (+) | 1.880.841 | 2.700.409 | 3.750.525 | 2.278.898 | 2.191.845 | 3.663.472 |
| SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI | -4.415.261 | 33.411.355 | 68.853.717 | 44.750.912 | 43.050.403 | 67.153.208 |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri | -2.523.339 | -7.059.072 | -14.493.074 | -8.880.427 | -5.957.916 | -11.570.563 |
| Dönem Vergi Gideri/Geliri | -1.061.826 | -7.117.435 | -12.527.402 | -9.201.387 | -9.192.354 | -12.518.369 |
| Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri | -1.461.513 | 58.363 | -1.965.672 | 320.960 | 3.234.438 | 947.806 |
| DÖNEM KÂRI/ZARARI | -6.938.600 | 26.352.283 | 54.360.643 | 35.870.485 | 37.092.487 | 55.582.645 |

Değerleme

- İfo Yatırım, Gürsel Turizm'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gürsel Turizm'in özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- İfo Yatırım tarafından Gürsel Turizm'in halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Ulaştırma Endeksi, BİST Ana Pazar Endeksi ile yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2021/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlendirilmiştir ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilmiştir. Uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanı sıra hem yapılması planlanan yatırımların hem de pandemiden en çok etkilenen sektör olması nedeni ile pandeminin azalan etkisini değere yansıtılmak adına EV/EBITDA22T çarpanı da değer tespitinde göz önünde bulundurulmuştur. Yurtdışı çarpanlarda cari EV/EBITDA, EV/EBITDA22T ve cari F/K 2021/09 çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50'şer ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde aynı sektörde faaliyet gösteren 22 şirket seçilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 23 Aralık 2021 tarihlidir. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD Çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 4Ç ile EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'er ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

| | | Son 12 Ay | | | | | |
|-------------------------------|----------------------------|----------------|------------|-------------|------------|------------|---------------|
| | | PD (Milyon \$) | EV/EBITDA | EV/Satışlar | F/K | PD/DD | EV/EBITDA 22T |
| Uluslararası Benzer Şirketler | Jiangxi Changyun Co | 228 | M.D | 1,9 | M.D | 1,3 | M.D |
| | Nishi-Nippon Railroad | 1.844 | 23,4 | 1,4 | M.D | 1,3 | 14,5 |
| | Mie Kotsu Group | 446 | 18,2 | 1,7 | M.D | 1,0 | 10,8 |
| | Shinki Bus Co | 174 | 9,3 | 0,5 | M.D | 0,5 | M.D |
| | Kwoon Chung Bus | 128 | 9,7 | 2,2 | M.D | 0,5 | M.D |
| | Hokkaido Chuo Bus | 83 | M.D | M.D | M.D | 0,3 | M.D |
| | Keifuku Electric Railroad | 52 | 9,8 | 1,3 | 49,1 | 0,8 | M.D |
| | Dongyang Express Corp | 45 | M.D | 1,3 | M.D | 0,5 | M.D |
| | Chuni Express | 79 | M.D | 3,4 | M.D | 2,6 | M.D |
| | Weha Transportation | 14 | 20,2 | 1,9 | M.D | 1,8 | M.D |
| | Delixi Xinjiang Transport | 2.385 | M.D | 31,6 | 261 | 20,6 | M.D |
| | Alpha Seven Group | 66 | 215,3 | 8 | 32,1 | 1,3 | M.D |
| | Comfortdelgro Corp | 2.174 | 6,5 | 1,1 | 18,8 | 1,1 | 4,3 |
| | Firstgroup Plc | 1.039 | 1,4 | 0,3 | 73,6 | 1,0 | 1,3 |
| | Stagecoach Group Plc | 627 | 3,9 | 0,7 | 12,0 | 3,7 | 3,3 |
| | Go Ahead Group Plc | 372 | 1,2 | 0,2 | M.D | 1,4 | 1,5 |
| | National Express Group | 2.022 | M.D | 1,4 | M.D | 1,1 | 5,5 |
| | Rotala Plc | 21 | 8,7 | 1,0 | M.D | 0,5 | M.D |
| | Nobina AB | 1.035 | 5,2 | 1,1 | 13,8 | 5,0 | 7,0 |
| | Saudi Public Transport | 751 | 165,3 | 4,6 | M.D | 2,5 | M.D |
| | Knutsford Express Services | 23 | 40,9 | 5,4 | M.D | 5,1 | M.D |
| | Associated Bus Co | 1 | 43,6 | 0,3 | M.D | 0,5 | M.D |
| Ortalama | 619 | 12,3 | 1,5 | 14,9 | 1,4 | 9,5 | |
| Medyan | 201 | 9,7 | 1,3 | 13,8 | 1,1 | 8,9 | |
| Gürsel Turizm (mn TL) | 806 | 9,7 | 1,7 | 13,8 | 5,4 | 8,9 | |

Kaynak: Bloomberg

- Sonuç olarak yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD Çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 4Ç ile EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'er ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilerek şirket için 806 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Mn TL | Değer |
|---|------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) | 9,7 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri | 734 |
| Gürsel Turizm Net Borç 2021/09 | 51 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 683 |
| Mn TL | Değer |
| Gürsel Turizm EBITDA 2022T | 118 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x) | 8,9 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri | 1.052 |
| Gürsel Turizm Net Borç 2021/09 | 51 |
| Mn TL | Değer |
| Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç | 56 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x) | 13,8 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 770 |
| Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri | 806 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Ulaştırma Endeksi ve yurtiçi Benzer Şirket Çarpan Analizi

- Gürsel Turizm, faaliyet alanı anlamında BiST Ulaştırma endeksindeki şirketler ile benzeşmektedir. Ulaştırma endeksi içinde Gürsel Turizm'e en çok benzeyen şirketler Beyaz Filo ve Tureks Turizm'dir. Bu nedenle ulaştırma endeksi şirketlerinin çarpanları ile benzer şirketler olan Beyaz Filo ve Tureks Turizm şirketlerinin çarpanları ayrı ayrı olarak çarpan değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır. Şirketin halka arz sonrası Ana pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına %50'şer ağırlık verilerek değer tespiti yapılırken muhafazakâr tarafta kalınması adına Gürsel Turizm'de son 4Ç'de esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider neti pozitif olmasına rağmen EBITDA hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Bu nedenle örneklemin EBITDA hesaplamasında da esas faaliyetlerden diğer gelir-giderin neti dahil edilmeden çarpanlar tesit edilmiştir.
- Sonuç olarak BiST Ulaştırma Endeksi çarpan analizinde EV/EBITDA, F/K, 2021/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlendirilmesi yapılmış ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilerek şirket için 777 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Mn TL | Değer |
|---|------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| BiST Ulaşım Endeksi Medyan EV/EBITDA (x) | 11,1 |
| BiST Ulaşım Endeksi Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri | 840 |
| Gürsel Turizm Net Borç 2021/09 | 51 |
| BiST Ulaşım Endeksi EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 789 |
| Mn TL-Telekomünikasyon Kısmı | Değer |
| Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç | 56 |
| BiST Ulaşım Endeksi Medyan F/K (x) | 13,8 |
| BiST Ulaşım Endeksi F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 765 |
| BiST Ulaşım Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri | 777 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurtiçi benzer şirket çarpan analizinde EV/EBITDA, F/K, 2021/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlendirilmesi yapılmış ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilerek şirket için 1.213 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Mn TL | Değer |
|--|--------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) | 15 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri | 1.146 |
| Gürsel Turizm Net Borç 2021/09 | 51 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 1.095 |
| Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç | 56 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x) | 24 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 1.330 |
| Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri | 1.213 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ana Pazar Çarpan Analizi

- Şirket'in halka arz sonrası Ana Pazarda işlem görmesi öngörüldüğü için Ana Pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede göz önünde bulundurulmuştur.
- Sonuç olarak BİST Ana Pazar şirketlerinin EV/EBITDA, F/K, 2021/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlendirilmesi yapılmış ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilerek şirket için 944 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

| Mn TL | Değer |
|---|------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) | 12,3 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri | 930 |
| Gürsel Turizm Net Borç 2021/09 | 51 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 880 |
| Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç | 56 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri Medyan F/K (x) | 18,1 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 1.009 |
| Ana Pazar Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri | 944 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Yönetime göre şirket 2022 yılında %43,7'lik büyüme ile 792 mn TL net satışa ulaşacaktır. Şirket gelirlerinin 2020-2026 arasında yıllık bileşik %25,1 artacağı beklenirken 2026 yılında 1,7 milyar TL'lik gelire ulaşmış olacaktır.
- **Faaliyet Giderleri:** Personel başı gelirin beklenen enflasyona göre büyüyeceği modellenmiştir. Diğer genel yönetim giderleri ise beklenen enflasyona paralel artırılmıştır. Yapılan SAP yatırımı ile genel yönetim giderlerinde 2021 yılında amortismandaki artış dikkat çekmektedir. Amortisman ve personel dışı giderler ise enflasyona paralel artmaktadır. Diğer pazarlama giderlerinin ise projeksiyon döneminde yıllık ortalama %20 artacağı varsayılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in 2018-2021/09 döneminde nakit döngüsünün sürekli negatif olduğu dikkat çekmektedir. Gürsel Turizm markasının yönetimini üstlendiği filonun tedarikçileri nezdinde güçlü pozisyonda bulunması ile artan ticari borçlar ve özellikle özel okullarda dönemin başında avansların alınması Şirket'i işletme sermayesi açısından güçlendirmektedir. Bununla birlikte iş modeli gereği kayda değer bir stok seviyesinin bulunmaması da bu durumu desteklemektedir. 2020 yılında pandeminin etkisiyle Şirket'in ticari alacak vadelerinin uzaması ve alınana avans süresinin (ertelenmiş gelir) kısalması önemli bir işletme sermayesi açığı oluşturmuş ve borçluluk artışını beraberinde getirmiştir. 2021 yılında ise ticari alacak ve alınan avans süresinin hızlı bir şekilde normalize olduğu dikkat çekmektedir. 2022 ve sonrası için 2020-2021 yılları ortalaması tüm gün süreleri için temel referans olarak alınmıştır. Mevcut algoritmaya göre ertelenmiş gelir gün süresi 2022 ve sonrası için 19 gün olarak alınmıştır. 2018-2021 arası dönemde söz konusu avans süresi ortalaması 27 gün; pandemik etkiyi yansıtan 2020 çıkarıldığında ise 32 gün olmasına rağmen 19 günlük avans süresi alınarak değer açısından muhafazakar kalınmaya çalışılmıştır. İşletme sermayesi /net satış rasyosu 2018,2019,2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla -%2,3,-%5,4,%2,2 ve %0,8 olmasına rağmen projeksiyon döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına söz konusu rasyonun %1,1-%1,6 bandında dalgalanacağı modellenmiştir. 2022 yılında özellikle yeni yatırımların amortisman etkisiyle brüt kar marjı modelde gerilerken sonraki yıllardaki hafif artış, alacak vadesinin projeksiyonda artırılıp ticari borç ve ertelenmiş gelir gün süresinin azaltılması ile dengelenmiştir. Böylece artan kar marjının en büyük negatif çıktısı artan işletme sermayesi finansmanı olarak modelde kurgulanmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Maddi duran varlık yatırımlarının %90'ından fazlası araç yatırımdır. Halka arzdan elde diledik fonun %70'ine karşılık gelen tutar ile yeni araç ve plaka alımı, yazılım geliştirme yatırımı, araç-bakım servisi yatırımı yapılması öngörülmektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalaması olan %20,4 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup son dönemde piyasalardaki gelişmeler sonrası 10 yıllık tahvil faizinin %21 seviyesinin üzerine çıktığı göz önünde bulundurulduğunda bu oranın düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup makuldür.

- **Özsermaye Maliyeti** : %25,9 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti**: Kullanılan krediler arasında en yüksek maliyetli kredi seçilmiş, %22,5 olarak alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı**: 2021/09 mali verileri dikkate alınarak %50,6 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM %21,8 olarak hesaplanmıştır.
 - **Uç Değer Büyüme Oranı**: %5 olarak varsayılmıştır.
 - Sonuçta İNA'dan şirket için, 898 milyon TL olarak hesaplanan firma değerinden 50,6 milyon TL tutarındaki net borç çıkarılarak 847 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

| Değerleme Sonucu (TL) | Ağırlık | Değer |
|-------------------------|---------------|--------------|
| İNA Yöntemi | 50,00% | 847 |
| Ana Pazar | 10,00% | 944 |
| Ulaştırma Endeksi | 10,00% | 777 |
| Yurtdışı Benzerler | 10,00% | 806 |
| Yurtiçi Benzerler | 20,00% | 1.213 |
| Hedef Değer | 100,0% | 919 |
| Ödenmiş Sermaye | | 87 |
| Pay Başı Değer | | 10,56 |
| Halka Arz İskontosu | | 21,9% |
| Adil Değer | | 718 |
| Halka Arz Fiyatı | | 8,25 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizine %50 ağırlık verilmiş ve %21,9 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 8,25 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %21,9'luk iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Gürsel Turizm fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gürsel Turizm özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.

- İfo Yatırım tarafından Gürsel Turizm'in halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Ulaştırma Endeksi, BİST Ana Pazar Endeksi ile yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır. Çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2021/09 4Ç EBITDA ve net kar verilerine göre çarpan değerlemesi yapılmış ve her 2 yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilmiştir. Uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanı sıra hem yapılması planlanan yatırımların hem de pandemiden en çok etkilenen sektör olması nedeni ile pandeminin azalan etkisini değere yansıtılmak adına EV/EBITDA22T çarpanı da değer tespitinde göz önünde bulundurulmuştur. Yurtdışı çarpanlarda cari EV/EBITDA, EV/EBITDA22T ve cari F/K 2021/09 çarpanlarına sırasıyla %25, %25 ve %50'şer ağırlık verilmiştir.
- Yurt dışı benzer şirket analizinde aynı sektörde faaliyet gösteren 22 şirket seçilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 23 Aralık 2021 tarihlidir. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD Çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 4Ç ile EV/EBITDA22T çarpanlarına %25'er ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı 10 yıllık devlet tahvilinin kapanış verisi olan %20,4 olarak kabul edilmiş olup son dönemde piyasalardaki gelişmeler sonrası 10 yıllık tahvil faizinin %21 seviyesinin üzerine çıktığı göz önünde bulundurulduğunda bu oranın düşük kaldığı kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizi'ne %50 ağırlık verilmiş olmasını makul karşılamakla birlikte İNA ve Çarpan Analizinden hesaplanan piyasa değerleri göz önünde bulundurulduğunda eşit ağırlık verilmiş olmasını makul karşılıyoruz.
- Uygulanan %21,9'luk iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Gürsel Turizm'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %21,9 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 8,25 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Bununla beraber Şirket'in 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 2020'de %15,5'e yükseldiği ve projeksiyon döneminde bu seviyede kalacağı varsayılmıştır. marjlarda yaşanabilecek aşağı yönlü hareketler değer üzerinde bir risk unsurudur.

| Halka Arz Çarpanları | |
|----------------------|-------|
| F/K 2021Ç3 | 12,91 |
| FD/FAVÖK1 2021Ç3 | 10,16 |
| FD/FAVÖK2* 2021Ç3 | 9,61 |
| PD/DD 2021Ç3 | 4,84 |

| Halka Arz Sonrası Çarpanlar | |
|-----------------------------|-------|
| F/K 2021Ç3 | 15,14 |
| FD/FAVÖK1 2021Ç3 | 10,16 |
| FD/FAVÖK2* 2021Ç3 | 9,61 |
| PD/DD 2021Ç3 | 3,09 |

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre