

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve 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.

#### Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Tic. A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	BRLSM
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %50 Yüksek Başvurulu : %30 Yurt İçi Kurumsal : %20
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	11-12-13 Ağustos 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	80.000.000 TL
Sermaye Artırımı	22.000.000 TL
Ortak Satışı	11.000.000 TL
Ek Satış	6.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	102.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	32,35%
Talep Toplama Fiyatı	9,10 TL
Halka Arz Büyüklüğü	300.300.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	354.900.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	728.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	928.200.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç1	8,93
FD/FAVÖK 2021Ç1	7,51
PD/DD 2021Ç1	4,03

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç1	11,39
FD/FAVÖK 2021Ç1	7,51
PD/DD 2021Ç1	2,44

## Özet Bilgi

- Birleşim Mühendislik, 13.06.2002 tarihinde Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Limited Şirketi olarak İstanbul'da kurulmuştur. 31 Aralık 2012 tarihinde Türk Ticaret Kanunu'nun 152'nci maddesi uyarınca, nev'i değişikliği ile anonim şirkete dönüşmüş ve unvanını Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirmiştir.
- Şirket, faaliyet göstermeye başladığı 2002 yılından bu yana, inşaat sektöründeki büyük ölçekli bina ve yapı projelerinde mekanik tesisat taahhüt işlerinde uzmanlaşmış alt yüklenici olarak yer almıştır. Şirket'in ana faaliyet alanı, her türlü ticari ve endüstriyel yapının mekanik tesisat uygulamalarının yapılmasıdır.
- Şirketin 2013 yılında %100 hissesini satın aldığı ve finansal tablolarını tam konsolide ettiği Erde Mühendislik elektrik tesisatı taahhüt sektöründe 1978 yılından itibaren sahip olduğu tecrübe ile Şirket ile benzer iş kollarında ve projelerde yer alan ve elektrik tesisatı uygulamalarında uzmanlaşmış bir alt yüklenici şirkettir. Erde Mühendislik'in Şirket grubuna katılması ile birlikte Birleşim Mühendislik teklif verdiği projelerin hem mekanik hem de elektrik tesisat işlerine teklif verme kabiliyetine ulaşmıştır ve bu şekilde faaliyet gösterdiği sektörde önemli bir büyüme ve üstünlük kazanmıştır.
- Şirket ve bağlı ortaklığı Erde Mühendislik, çeşitli sektörlerde inşa edilen her türlü yapının, ısıtma ve soğutma tesisatı, havalandırma tesisatı, sıhhi tesisat, yangın tesisatı, güneş enerjisi tesisatı, doğalgaz tesisatı, basınçlı hava tesisatı, medikal gaz tesisatı, çamaşırhane ve mutfak tesisatı, buhar, kondens, kızgın su ve kızgın yağ tesisatı, havuz tesisatı, bina otomasyon sistemleri, güç dağıtım sistemleri, yedek güç sistemleri, aydınlatma sistemleri, reaktif güç kompanzasyonu, koruma sistemleri, iletişim sistemleri, yangın algılama ve alarm sistemleri, güvenlik sistemleri, kongre ve konferans sistemleri, ses ve görüntü sistemleri, tıbbi çağrı sistemleri, petrokimya ve rafineri elektrik sistemleri, test, ayar ve dengeleme (TAD) işlemleri başta olmak üzere her türlü elektrik ve mekanik tesisat, işlem ve sistemleri uygulamakta ve bu alanlarda müşavirlik ve mühendislik hizmetleri vermektedir.
- Şirket ve bağlı ortaklığı Erde Mühendislik, hastaneler, oteller, ofisler, iş merkezleri ve yüksek binalar, alışveriş merkezleri ve yaşam alanı projeleri, endüstriyel tesisler ve karma projeler başta olmak üzere inşaat sektöründeki nitelikli projelerin elektrik ve mekanik tesisat işlerini üstlenmektedir. Şirketler farklı sektörlerdeki yatırımların hayata geçirilmesinde görev almakta olup, bu durum, Şirketler'e inşaat sektörü içerisinde iş çeşitliliği sağlamaktadır. Şirketler yeni yatırımların mekanik ve elektrik tesisat işlerini üstlendiği kadar, mevcut yapıların yenilenmesi de Şirketler'in faaliyet alanları arasındadır.
- 2003 yılında Dünya Göz Hastaneleri grubunun İstanbul Ataköy'deki projesi ile başlayan faaliyetlerini kesintisiz sürdürmüş ve bu grubun hayata geçirdiği 9 projede de birlikte çalışmıştır.
- Şirket, 2006 ile 2007 yılları arasında iki büyük hastane projesinin mekanik tesisat işlerini tamamlamıştır. Bunlardan biri Medicana Sağlık Hizmetleri A.Ş.'nin Beylikdüzü Medicana Hastanesi ve diğeri de FOM Grup A.Ş.'nin Bakırköy Medical Park Hastanesi'dir.
- 2008 yılında ilk büyük ölçekli projesi olan ve Türkiye'nin tamamlandığı tarihte en yüksek binası olan İstanbul Sapphire Tower projesinin tüm mekanik sistemlerinin taahhüt işlerini üstlenmiş ve 2011 yılında tamamlamıştır. 2008 yılında alınan bu proje, 64 kat ve 261m anten yüksekliğiyle ülkemizin ilk uluslararası yüksek yapı sıralamasına giren projesi olarak, 185.000 m<sup>2</sup> inşaat alanı ile o güne kadar yapılan yapıların en büyüklerinden biri olmuştur.
- İstanbul'da, Avrupa'nın ilk Trump Tower binasının mekanik tesisat taahhüt işleri Şirket tarafından üstlenilmiş ve 2009 yılında tamamlanmıştır. O tarihte henüz bağlı ortaklık olmayan Erde Mühendislik de elektrik tesisatı taahhüt işlerini bitirmiştir.

- 2010 yılında, Türkiye'nin tamamlandığı tarihte 120.000 m<sup>2</sup> alana sahip en büyük kongre binası The Green Park Convention Center Pendik'in mekanik tesisat işleri Şirket tarafından tamamlanmıştır.
- Şirket 2017 yılında, ISO 2017 yılı İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu listesine girmiş ve Fransa'da BID (Business Initiative Directions) Kalitede Liderlik Ödülü'nü almıştır.
- İnşaat sektörüne göre yazılmış ERP programı bulunmadığından Şirket, 2018 yılında inşaat sektörünün zorunlu kıldığı tüm tesisat uygulama süreçlerine uygun özel ERP uygulamalarını, kendi İT ekibi ile geliştirerek know-how haline getirmiştir. Şirket, ERP programına yaptığı yatırımlar sayesinde tüm süreçlerini kontrol etme imkânına sahip olmuştur.
- 2018 yılında, Şirket tarafından mekanik tesisat işleri 2015 yılında üstlenilen 65 kat ve 293 metre yüksekliğiyle Türkiye'nin en yüksek, Avrupa'nın 8. en yüksek binası unvanını taşıyan, 683.000 m<sup>2</sup> inşaat alanından oluşan ikiz gökdelen ve AVM karma projesi olan İstanbul Skyland Projesi tamamlanmıştır.
- Yaklaşık 1 milyon m<sup>2</sup> alanı ile Türkiye'nin en büyük üçüncü sağlık yatırımı olan Başakşehir Çam ve Sakura Hastanesinin 645.000 m<sup>2</sup>'lik kısmının mekanik ve elektrik tesisat işleri 2020 yılında tamamlanmıştır. Şirket'in tamamladığı en büyük çaplı hastane projesidir.
- İstanbul Bağcılar'da gerçekleştirilen 66.500 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip Medipol Bağcılar Hastanesi'nin mekanik ve elektrik tesisat işleri yapılmıştır.
- Şirket'in ve bağlı ortaklığı Erde Mühendislik'in 15 Haziran 2021 tarihi itibarıyla çalışan personel sayısı 353'tür.

#### **Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri**

- Şirket, finansal yapısını güçlendirmeyi,
- Şirket'in değerinin, bilinirliğinin artırılmasını, kurumsallaşma ve sürdürülebilirliğin sağlanmasını,
- Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulaması ve Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesini hedeflemektedir.

## Ortaklık Yapısı

Birleşim Mühendislik Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Mesut Altan	A	4.000.000	5,00%	4.000.000	3,92%	4.000.000	3,92%
	B	36.000.000	45,00%	30.500.000	29,90%	27.500.000	26,96%
İdris Çakır	A	4.000.000	5,00%	4.000.000	3,92%	4.000.000	3,92%
	B	36.000.000	45,00%	30.500.000	29,90%	27.500.000	26,96%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	33.000.000	32,35%	39.000.000	38,24%
<b>Toplam</b>		<b>80.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>102.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>102.000.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Mali Tablolar

Birleşim Mühendislik Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/03
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>286.522.596</b>	<b>474.826.743</b>	<b>506.500.324</b>	<b>514.300.149</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	67.613.261	111.627.277	49.062.023	48.578.822
Ticari Alacaklar	81.326.379	126.323.462	166.894.713	250.272.907
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>5.705.237</i>	<i>12.098.595</i>	<i>16.180.501</i>	<i>7.912.822</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>75.621.142</i>	<i>114.224.867</i>	<i>150.714.212</i>	<i>242.360.085</i>
Diğer Alacaklar	15.138.490	40.275.886	122.232.659	55.655.240
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>15.116.734</i>	<i>40.135.621</i>	<i>111.327.919</i>	<i>54.345.727</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>21.756</i>	<i>140.265</i>	<i>10.904.740</i>	<i>1.309.513</i>
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	13.999.724	9.430.894	17.849.463	27.246.553
<i>Devam Eden İnş. ve Taah. İş. Doğan Söz. Var.</i>	<i>13.999.724</i>	<i>9.430.894</i>	<i>17.849.463</i>	<i>27.246.553</i>
Stoklar	44.355.957	70.805.092	58.864.003	60.503.385
Peşin Ödenmiş Giderler	13.799.025	2.878.887	3.633.181	3.986.847
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	22.338.972	23.243.401	4.326.317	8.232.180
Diğer Dönen Varlıklar	27.950.788	64.623.217	45.175.402	45.188.019
<b>Ara Toplam</b>	<b>286.522.596</b>	<b>449.208.116</b>	<b>468.037.761</b>	<b>499.663.953</b>
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar		25.618.627	38.462.563	14.636.196
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>77.349.874</b>	<b>77.795.185</b>	<b>17.329.570</b>	<b>73.341.235</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	43.910.332	43.286.761		
Maddi Duran Varlıklar	29.157.441	27.437.642	13.773.426	71.259.286
Kullanım Hakkı Varlıkları		5.037.160	2.449.611	1.181.256
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	280.166	237.220	922.793	825.929
Şerefiye	1.685.978	1.685.978		
Peşin Ödenmiş Giderler	50.796	70.081	125.997	3.021
Diğer Duran Varlıklar	2.265.161	40.343	57.743	71.743
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>363.872.470</b>	<b>552.621.928</b>	<b>523.829.894</b>	<b>587.641.384</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/03
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>292.329.077</b>	<b>423.727.509</b>	<b>365.065.676</b>	<b>390.018.159</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	37.052.689	57.228.726	104.702.477	111.037.727
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2.524.841	3.031.377	1.195.357	3.471.675
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.331.193	5.381.392	2.346.698	1.502.452
Ticari Borçlar	91.595.375	144.787.570	139.804.006	148.983.219
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>		7.290	4.158.947	12.492.334
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	91.595.375	144.780.280	135.645.059	136.490.885
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.291.976	15.010.861	2.204.764	3.241.963
Diğer Borçlar	1.476.960	1.830.242	30.733.541	
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	771.971	1.511.742		
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	704.989	318.500	30.733.541	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	9.805.437	3.192.766	12.613.288	15.085.597
<i>Devam Eden İnş. ve Taah. İş. Doğan Söz. Yük.</i>	9.805.437	3.192.766	12.613.288	15.085.597
Ertelenmiş Gelirler	134.563.534	156.190.980	56.983.962	91.925.174
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	134.563.534	156.190.980	56.983.962	91.925.174
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	809			
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.210.698	4.153.073	7.542.433	5.973.766
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	917.616	1.298.779	1.587.127	1.787.208
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	293.082	2.854.294	5.955.306	4.186.558
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.475.565	7.920.522	6.939.150	8.796.586
<b>Ara Toplam</b>	<b>292.329.077</b>	<b>398.727.509</b>	<b>365.065.676</b>	
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Grup. İlişkin Yük.		25.000.000		
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>15.715.539</b>	<b>36.762.277</b>	<b>9.070.965</b>	<b>17.167.642</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.234.276	12.004.007	164.186	2.886.719
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5.826.099	6.592.059	671.135	
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.571.656	5.207.906	4.689.237	4.299.186
<i>Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	3.571.656	5.207.906	4.689.237	4.299.186
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.057.919	12.879.765	3.546.407	9.981.737
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	25.589	78.540		
<b>Özkaynaklar</b>	<b>55.827.854</b>	<b>92.132.142</b>	<b>149.693.253</b>	<b>180.455.583</b>
<b>Ana Ortaklığı Ait Özkaynaklar</b>	<b>53.796.473</b>	<b>89.516.128</b>	<b>149.693.253</b>	<b>180.455.583</b>
Ödenmiş Sermaye	11.100.000	11.100.000	11.100.000	80.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	2.971	2.971	2.971	
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İş. İç. Bir. Etkisi	-4.594.787	-4.594.787	-4.594.787	-4.594.787
Kar veya Zararda Yen.Sın. Bir.Diğ. Kap.Gel. veya Gid.	352.761	47.168	1.041.273	1.464.753
<i>Tan. Fayda Planları Yeni. Ölç. Kazanç/(Kayıpları)</i>	352.761	47.168	1.041.273	1.464.753
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4.724.906	5.175.275	5.368.927	5.368.927
Geçmiş Yıllar Karlar	50.677.625	41.760.253	77.052.337	67.877.841
Net Dönem Kar/(Zararı)	-8.467.003	36.025.248	59.722.532	30.338.849
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.031.381	2.616.014		
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>363.872.470</b>	<b>552.621.928</b>	<b>523.829.894</b>	<b>587.641.384</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Birleşim Mühendislik Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/03	2021/03	Son 4Ç
Hasılat	357.573.956	506.433.092	578.056.989	115.064.524	139.436.825	602.429.290
Yıllık Değişim		41,6%	14,1%		21,2%	
Satışların Maliyeti (-)	-328.935.450	-437.792.196	-483.359.117	-98.379.068	-98.656.540	-483.636.589
Yıllık Değişim		33,1%	10,4%		0,3%	
<b>Brüt Kar</b>	<b>28.638.506</b>	<b>68.640.896</b>	<b>94.697.872</b>	<b>16.685.456</b>	<b>40.780.285</b>	<b>118.792.701</b>
Yıllık Değişim		139,7%	38,0%		144,4%	
Brüt Kar Marjı	8,0%	13,6%	16,4%	14,5%	29,2%	19,7%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-16.078.438	-18.043.848	-19.524.402	-5.330.473	-5.457.158	-19.651.087
Pazarlama Giderleri (-)	-229.121	-513.799	-392.037	-65.536	-45.786	-372.287
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>12.330.947</b>	<b>50.083.249</b>	<b>74.781.433</b>	<b>11.289.447</b>	<b>35.277.341</b>	<b>98.769.327</b>
Yıllık Değişim		306,2%	49,3%		212,5%	
Faaliyet Kar Marjı	3,4%	9,9%	12,9%	9,8%	25,3%	16,4%
Amortisman	2.961.555	7.512.896	8.311.877	2.084.354	1.287.970	7.515.493
<b>FAVÖK1</b>	<b>15.292.502</b>	<b>57.596.145</b>	<b>83.093.310</b>	<b>13.373.801</b>	<b>36.565.311</b>	<b>106.284.820</b>
Yıllık Değişim		276,6%	44,3%		173,4%	
FAVÖK1 Marjı	4,3%	11,4%	14,4%	11,6%	26,2%	17,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	56.950.354	36.560.242	121.787.470	4.014.544	14.565.156	132.338.082
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-51.454.621	-31.855.817	-124.091.329	-5.628.705	-13.982.793	-132.445.417
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>17.826.680</b>	<b>54.787.674</b>	<b>72.477.574</b>	<b>9.675.286</b>	<b>35.859.704</b>	<b>98.661.992</b>
Yıllık Değişim		207,3%	32,3%		270,6%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>20.788.235</b>	<b>62.300.570</b>	<b>80.789.451</b>	<b>11.759.640</b>	<b>37.147.674</b>	<b>106.177.485</b>
Yıllık Değişim		199,7%	29,7%		215,9%	
FAVÖK2 Marjı	5,8%	12,3%	14,0%	10,2%	26,6%	17,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	4.435.798	6.779.548	11.713.455	3.668.747	5.493.351	13.538.059
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-11.977.683	-126.254	-2.314.782			-2.314.782
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>10.284.795</b>	<b>61.440.968</b>	<b>81.876.247</b>	<b>13.344.033</b>	<b>41.353.055</b>	<b>109.885.269</b>
Finansman Gelirler	1.640.563	3.768.412	7.621.837	65.494	4.316.454	11.872.797
Finansman Giderleri (-)	-16.378.042	-15.327.129	-12.844.608	-3.657.909	-6.929.360	-16.116.059
<b>Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</b>	<b>-4.452.684</b>	<b>49.882.251</b>	<b>76.653.476</b>	<b>9.751.618</b>	<b>38.740.149</b>	<b>105.642.007</b>
Vergi Gelir / (Gideri)	-5.065.320	-13.272.370	-16.661.846	-1.308.327	-8.401.300	-23.754.819
Dönem Vergi Gideri (-)	-3.137.236	-2.374.125	-25.738.530		-2.071.840	-27.810.370
Ertelemiş Vergi Geliri/(Gideri)	-1.928.084	-10.898.245	9.076.684	-1.308.327	-6.329.460	4.055.551
<b>Dönem Karı/(Zararı)</b>	<b>-9.518.004</b>	<b>36.609.881</b>	<b>59.991.630</b>	<b>8.443.291</b>	<b>30.338.849</b>	<b>81.887.188</b>
<b>Dönem Karının Dağılımı</b>						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-1.051.001	584.633	269.098	-117.969		387.067
Ana Ortaklık Payları	-8.467.003	36.025.248	59.722.532	8.561.260	30.338.849	81.500.121

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- QNB Finans Yatırım, Birleşim Mühendislik'in halka arz fiyatının tespitinde Çarpan metodunu kullanmış olup, yurt içi benzer şirketler çarpan değeri %60 ve yurt içi benzer şirketler çarpan değeri %40 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. Birleşim Mühendislik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın gösterilmiş olmasına rağmen değerlendirmede kullanılmamasını eksiklik olarak değerlendirmekteyiz.

### Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- QNB Finans Yatırım tarafından Birleşim Mühendislik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Piyasa Değeri/Net Kar (PD/Net Kar) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. PD/Net Kar hesaplanırken 20,0x çarpan üzerindeki değerler ile FD/FAVÖK hesaplanırken 15,0x üzeri ve 7,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek ortalama hesaplamasında dikkate alınmamıştır. PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarının ortalama değerlerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte medyan değerinin kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- QNB Finans Yatırım, Şirket'in 31.03.2021 tarihli bilançosundaki net borç, son 12 aylık FAVÖK ve net kar değerleri çarpan analizinde kullanmıştır.

### Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Birleşim Mühendislik'in yurt içi çarpan analizinde, Tekfen, Enka, Alarko, Anel, Orge ile BİST İnşaat Endeksi ve BİST Yıldız Pazar Endeksi dikkate alınmıştır. BİST İnşaat sektöründe yer alan 9 şirketin tümünün piyasa değerleri ve firma değerleri toplanarak tüm şirketlerin net kar ve FAVÖK değerleri toplanarak endeksin çarpanı hesaplanmıştır. Şirket'in BİST Yıldız Pazar'da işlem görmesi öngörüsü ile BİST Yıldız Pazar endeksi hesaplamaya dahil edilmiştir. Ancak, BİST Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerden buldukları sektörler ve faaliyet alanı nedeniyle FAVÖK değerleri bulunmayan finansal kurumlar, holdingler gibi şirketler dahil edilmemiş, BİST Yıldız Pazar'da işlem gören 131 şirketin verileri dikkate alınmış olup tarafımıza makuldür.

Yurt İçi Benzer Şirketler		
Şirket	PD/Net Kar	FD/FAVÖK
Enka	7,9	7,5
Tekfen	18,5	5,4
Alarko	8,5	7,9
Anel	a.d.	a.d.
Orge	8,5	7,9
BİST İnşaat Endeksi	8,9	9,1
BİST Yıldız Pazar	12,3	8,6
<b>Ortalama</b>	<b>10,8</b>	<b>8,2</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarıyla hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak yurt içi benzer şirketler çarpan analizinden şirket için 839.961.675 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Çarpan Analizi(TL)	Değer
Ana Ortaklık Net Kar	81.500.121
PD/Net Kar (x)	10,8
PD/Net Kar Çarpan Değeri	878.459.871
FAVÖK	106.284.820
FD/FAVÖK (x)	8,2
Net Finansal Borç	70.319.751
FD/FAVÖK Çarpan Değeri	801.463.479
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>	<b>839.961.675</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Birleşim Mühendislik ile benzer olduğuna kanaat getirilerek 16 şirket seçilmiş bu şirketlerin 7'sinin PD/Net Kar ve 8'inin FD/FAVÖK çarpanları uç değer olması sebebiyle analize dahil edilmemiş olup tarafımızca makul bulunmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler		
Şirket	PD/Net Kar	FD/FAVÖK
Quanta Services	25,1	14,7
EMCOR Group	46,9	10,5
Voltas Limited	63,9	51,5
Comfort Systems	17,7	11,5
Kyudenko Corporation	10,2	5,7
Instalco AB	40,0	29,8
MYR Group	22,1	10,6
Chudenko Corporation	15,8	7,2
Nippon Densetsu Kogyo	12,0	4,7
IES Holdings	20,5	12,6
Sumitomo Densetsu	10,1	3,8
Dai-Dan Co.	8,8	3,2
Yurtec Corporation	9,2	0,7
Afcon Holdings	10	7,5
Hokuriku Electrical Construction	9,4	1,2
AME Elite Consortium Berhad	20,5	12,7
<b>Ortalama</b>	<b>11,5</b>	<b>10,9</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarıyla hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinden şirket için 1.011.843.105 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Çarpan Analizi(TL)	Değer
Ana Ortaklık Net Kar	81.500.121
PD/Net Kar (x)	11,5
PD/Net Kar Çarpan Değeri	933.467.953
FAVÖK	106.284.820
FD/FAVÖK (x)	10,9
Net Finansal Borç	70.319.751
FD/FAVÖK Çarpan Değeri	1.090.218.257
<b>Ortalama Çarpan Değeri</b>	<b>1.011.843.105</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



## Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Değer
Yurt İçi Benzer Şirketler	60%	839.961.675
Yurt Dışı Benzer Şirketler	40%	1.011.843.105
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>		<b>908.714.247</b>
Ödenmiş Sermaye		80.000.000
<b>Pay Başı Değer (TL)</b>		<b>11,36</b>
Halka Arz İskontosu		19,9%
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>		<b>9,10</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken yurt içi benzer şirketler çarpanından hesaplanan değere %60 ve yurt dışı benzer şirketler çarpanından hesaplanan değere %40 ağırlık verilmiş ve %19,9 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 9,10 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %19,9'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.
- 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. Birleşim Mühendislik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın gösterilmiş olmasına rağmen değerlendirmede kullanılmamasını eksiklik olarak değerlendirmekteyiz.
- QNB Finans Yatırım tarafından Birleşim Mühendislik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Piyasa Değeri/Net Kar (PD/Net Kar) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. PD/Net Kar hesaplanırken 20,0x çarpan üzerindeki değerler ile FD/FAVÖK hesaplanırken 15,0x üzeri ve 7,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek ortalama hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Uç değer olarak kabul edilen bandın alt sınırının 7,0x seviyesi yerine daha düşük bir rakam alınması gerektiği kanaatindeyiz. PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarının ortalama değerlerinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte medya değerinin kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken yurt içi benzer %60 ve yurt dışı benzer %40 ağırlık verilmiş olup yurt içi benzer şirketler çarpan analizi ile hesaplanan değer yurt dışı çarpan analizinden hesaplanan değer üzerinde olması sebebiyle yurt içi benzer şirketlerden elde edilen değere daha yüksek ağırlık verilmesinin muhafazakâr tarafta kalmak açısından doğru olduğu kanaatindeyiz.
- Uygulanan %19,9'luk iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

- Sonuç olarak Birleşim Mühendislik'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %19,9 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 9,10 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç1	8,93
FD/FAVÖK 2021Ç1	7,51
PD/DD 2021Ç1	4,03

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç1	11,39
FD/FAVÖK 2021Ç1	7,51
PD/DD 2021Ç1	2,44