Created with a trial version of Syncfusion Essential PDF

GÜRSEL TURİZM TAŞIMACILIK VE SERVİS TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

2 Mart 2022

Amaç

İşbu rapor, TSKB A.Ş. ('TSKB') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş.'nin halka arzının, İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	GRSEL
Halka Arz Öncesi Sermaye	87.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	102.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	22.000.000 TL (15.000.000 TL sermaye artırımı + 7.000.000 TL ortak satışı)
Halka Açıklık Oranı	%21.57
Aracı Kurum	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	8,25 TL
Talep Toplama Tarihleri	03-04 Mart 2022
Halka Arz Büyüklüğü	22.000.000 TL
Ek Satış (Nominal)	Bulunmamaktadır

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, KAP

Tablo – Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz'dan Önce		Pay Grubu	Halka Arz'dan Sonra	
	TL	%		TL	%
Levent Birant	10.000.000	40.00	A	10.000.000	31.37
	24.800.000		B	22.000.000	
İsmail Bülent Birant	34.800.000	40.00	B	32.000.000	31.37
Hürer Fethi Gündüz	8.700.000	10.00	B	8.000.000	7.84
Türker Karahasan	8.700.000	10.00	B	8.000.000	7.84
Halka Açık Kısım	-	-	B	22.000.000	21.57
Toplam	**87.000.000**	**100.00**		**102.000.000**	**100.00**

Kaynak: İzahname

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Gürsel Turizm 1993 yılında kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet konuları başta personel ve öğrenci taşımacılığı olmak üzere sürücü araç kiralama hizmetleri, kent içi toplu taşımacılık hizmetleri ve şehirlerarası taşımacılık hizmetleri olarak bulunmaktadır.

2.1 Şirket'in Faaliyetleri

Şirket'in rapor tarihi itibarıyla tedarikçi ve özmal olarak toplamda 7.462 araçlık filosu bulunmaktadır, araçların 5.843 adedi personel taşımacılığında, 1.357 adedi öğrenci taşımacılığında kullanılmakta, aktif olarak toplamda 6.704 adet araç faal olarak kullanılmaktadır. Gürsel Turizm'in 10 Aralık 2021 itibarıyla 472 plakası bulunmaktadır. Ayrıca Şirket, 2019 yılında Ürdün'de kazandığı ihale ile 135 araç ve 400 personel ile hizmet vermektedir.

Gürsel Turizm'in en büyüğü 41 personel ve 1.000 m² ile Güneşli Bölge Ofisi olmak üzere toplamda 10 Bölge Ofisi bulunmaktadır. Şirket'in Bölge Ofislerinde 114 personel bulunmakta ve genel toplamda 14.150 m² alana sahiptir. 17 Aralık 2021 itibariyle Şirket'in %28,5'i beyaz yakalı ve %71,5'i mavi yakalı olmak üzere Şirket'in toplam personel sayısı 949 olarak gerçekleşmiştir, ayrıca bağlı ortaklıklarında 15 personel bulunmaktadır.

2.2 Gürsel Turizm'in Satışları Hakkında Genel Bilgi

Gürsel Turizm'in gelirleri taşımacılık faaliyetleri kapsamındaki gelirlerden oluşmaktadır. 2019 yılında 2018 yılında gerçekleşen %20 seviyelerindeki enflasyon fiyatlara yansımış ve personel taşımacılığındaki araç sayısının %7 oranlarında artış yaşanması sebebiyle satış hacimlerinde yaklaşık %28'lik büyümeye sebep olmuştur. Pandeminin etkin olduğu 2020 yılında ise Şirket'in hasılatında büyümede yavaşlama gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise pandemi ve kapanmaların yoğun olduğu 2021 yılının ilk yarısındaki olumsuz etkiler yılın ikinci yarısında kapanmaların durması sebebiyle gelirlerde toparlanma kaydedilmiş ve Şirket'in 30.09.2021 finansallarında bir önceki yılın aynı dönemine oranla %16,0'lık büyüme kaydedilmiştir. Plaka tahdidi uygulaması kapsamında Şirketin filosunun büyük bölümü tedarikçi araçlarından oluşmakta ve bu araçlara ödenen bedel, sefer başına anlaşılan ücretlerden oluşmakta, diğer tüm giderleri de tedarikçi karşılamaktadır. Tedarikçiye ait olmayan, Şirket'in özmal araçlar kullanılarak yaptığı taşımacılıkta ise personel, yakıt, bakım ile onarım ve sigorta gibi tüm giderler Gürsel Turizm tarafından karşılanmaktadır. 30.09.2021 itibariyle hizmet ve yakıt giderleri %84,6 ile, personel giderleri %11,2 ile ve amortisman ve itfa payları %4,1'lik pay ile satışların maliyetini oluşturmaktadır.

Tablo – Net Satışlar

Net Satışlar (bin TL)	30.09.2021	Pay (%)	30.09.2020	Pay (%)	31.12.2020	Pay (%)	31.12.2019	Pay (%)	30.09.2018	Pay (%)
Yurt İçi Satışlar	362,979	99.2	318,481	101.0	449,752	101.2	410,863	98.3	320,803	98.4
Diğer Gelirler (*)	4,142	1.1	3,529	1.1	6,628	1.5	7,500	1.8	5,592	1.7
Satıştan İadeler (-)	(1,128)	-0.3	(6,577)	-2.1	(11,721)	-2.6	(446)	-0.1	(400)	-0.1
Satış İskontoları (-)	(139)	0.0	(97)	0.0	(135)	0.0	(99)	0.00	(42)	0.0
Toplam	**365,854**	**100**	**315,336**	**100**	**444,525**	**100**	**417,819**	**100**	**325,952**	**100**

Kaynak: İzahname

İzahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla toplam satışların ürün bazında kırılımı aşağıda verilmiştir.

Tablo – Satışların Maliyeti

Satışların Maliyeti (TL)	30.09.2021	Pay (%)	30.09.2020	Pay (%)	31.12.2020	Pay (%)	31.12.2019	Pay (%)	30.09.2018	Pay (%)
Personel Taşımacılığı	302,874	82.8	270,806	85.9	386,759	87.0	303,002	72.5	233,157	71.5
Öğrenci Taşımacılığı	27,809	7.6	30,605	9.7	37,413	8.4	89,294	21.4	73,553	22.6
Sürücülü Araç Kiralama Hizmeti (Comfort-Go)	32,296	8.8	17,070	5.4	25,580	5.8	18,567	4.4	14,093	4.3
Diğer Gelirler	4,142	1.1	3,529	1.1	6,628	1.5	7,500	1.8	5,592	1.7
Satıştan İadeler (-)	(1,128)	-0.3	(6,577)	-2.1	(11,721)	-2.6	(446)	-0.1	(400)	-0.1
Satış İskontoları (-)	(139)	0.0	(97)	0.0	(135)	0.0	(99)	0.0	(42)	0.0
Toplam	**365,854**	**100**	**315,336**	**100**	**444,525**	**100**	**417,819**	**100**	**325,952**	**100**

Kaynak: İzahname

2.3 Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arzın başlıca gerekçeleri olarak, Şirket'in özkaynaklarının ve sermayesinin güçlendirilmesi, firma bilinirliğinin yurt içinde ve yurt dışında artırılması, sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ile raporlama standartlarının geliştirilmesi, finansman amacıyla kullanılabilecek tahvil vb. diğer sermaye piyasaları enstrümanları ihraçlarını kullanımda halka arz ile yatırımcı nezdinde olumlu bir algının oluşması gösterilmiştir.

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir. Halka Arz Edenler'in sahibi olduğu gelirlerde, halka arz maliyeti olan 2.155.482 TL haricindeki Şirket paylarının satışından elde edilecek 55.594.518 TL tutarındaki net gelir Levent Birant, İsmail Bülent Birant, Hürer Fethi Gündüz ve Türker Karahasan'ın tasarrufundadır.

Sermaye artırımı kapsamında elde edilecek kaynağın

- %70 oranında Şirketin yeni araç ve plaka alımı, yazılım geliştirme yatırımları, araç-bakım servisi yatırımları,
- %20 oranında Şirket'in finansal borç faiz ve anapara ödemelerinde,
- %10 oranında Şirket'in işletme sermaye ihtiyacında kullanılması belirtilmiştir.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 6 – Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. - Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	30.09.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Dönen varlıklar				
Nakit ve nakit benzerleri	36,906	18,198	29,395	18,645
Ticari alacaklar	96,966	92,657	79,484	75,493
Diğer alacaklar	578	25,390	20,389	11,335
Stoklar	1,238	1,035	1,071	974
Peşin ödenmiş giderler	13,376	5,470	5,215	4,273
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	40	29	22	106
Diğer dönen varlıklar	12,508	3,283	867	460
Toplam dönen varlıklar	**161,611**	**146,061**	**136,444**	**111,285**
Duran varlıklar				
Diğer alacaklar	66	34	7	7
Kullanım Hakkı Varlıkları	1,225	1,361	1,725	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	10,573	5,481	6,546	-
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	42,836	57,631	44,218	45,806
Maddi duran varlıklar	217,928	160,517	49,384	36,359
Maddi olmayan duran varlıklar	1,987	2,157	2,513	2,953
Peşin ödenmiş giderler	8,112	-	-	279
Toplam duran varlıklar	**282,728**	**227,181**	**104,392**	**85,403**
Toplam varlıklar	**444,338**	**373,242**	**240,836**	**196,688**
Kısa vadeli yükümlülükler				
Kısa vadeli borçlanmalar	14,557	5,365	9,454	8,631
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	35,915	16,848	16,383	18,623
Uzun vadeli kiralama borçlarının kısa vadeli kısımları	473	352	374	-
Ticari borçlar	63,544	59,827	53,091	49,681
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	4,836	2,706	2,515	2,629
Diğer borçlar	19,202	18,574	29,777	27,910
Ertelenmiş gelirler	43,092	18,265	47,085	33,482
Dönem karı yükümlülüğü	490	5,638	2,545	833
Kısa vadeli karşılıklar	8,247	6,385	4,138	6,062
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	**190,356**	**133,962**	**165,361**	**147,851**
Uzun vadeli yükümlülükler				
Uzun vadeli borçlanmalar	61,065	22,110	11,004	12,787
Uzun vadeli kiralama borçları	896	1,164	1,494	-
Diğer borçlar	19,945	22,340	-	-
Uzun vadeli karşılıklar	5,197	4,304	2,994	1,539
Ertelenmiş gelirler	-	-	-	657
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	18,296	21,526	5,592	5,684
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	**105,398**	**71,444**	**21,085**	**20,666**

Toplam yükümlülükler	**295,755**	**205,406**	**186,445**	**168,517**
Özkaynaklar				
Ödenmiş sermaye	87,000	30,000	10,000	10,000
Ortak Kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	(74,642)	358	358	358
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	49,935	58,489	(523)	(390)
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	3,413	1,670	994	994
Geçmiş yıllar karları/zararları	45,586	22,808	17,174	24,118
Net dönem karı veya zararı	37,116	54,334	26,309	(6,944)
Toplam özkaynaklar	**148,408**	**167,658**	**54,313**	**28,137**
Kontrol gücü olmayan paylar	**155**	**178**	**78**	**35**
Toplam kaynaklar	**444,338**	**373,242**	**240,836**	**196,688**

Kaynak: İzahname

Bilanço Oran Analizleri

Tablo – Şirket'in Likidite Oranları, Borçululuk Oranları ve Karlılık Oranları

Likidite Oranları	**30.09.2021**	**31.12.2020**	**31.12.2019**
Cari Oran	0.85	1.09	0.83
Likidite Oranı	0.77	1.04	0.79
Borçluluk Oranları (%)	**30.09.2021**	**31.12.2020**	**31.12.2019**
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	66.6%	55.0%	77.4%
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	34.3%	13.5%	48.3%
Faiz Karşılama Oranı	8.8	22.1	4.9
Net Borç/FAVÖK	-0.1	-0.7	-2.3
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	42.8%	35.9%	68.7%
Uzun Vad. Yab. Borç/Pasif	23.7%	19.1%	225,2
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	199.3%	122.5%	343.3%
Karlılık Oranları (%)	**30.09.2021**	**31.12.2020**	**31.12.2019**
Brüt Marjı	15.3%	16.4%	9.0%
FVÖK Marjı	13.1%	13.9%	6.7%
FAVÖK Marjı	15.3%	15.5%	7.3%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gürsel Turizm'in varlıklarının önemli bir kısmı duran varlıklardan oluşmakta ve söz konusu varlıkların çoğunluğu taşıtlardan oluşmaktadır.

Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu ile Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 50.945.168 TL ve uzun vadeli finansal borcu 61.961.022 TL olmak üzere toplam finansal borcu 112.906.190 TL'dir.

Tablo –Nakit Pozisyonu

Nakit ve Nakit Benzerleri (bin TL)	30.09.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Kasa	45	388	292	129
Banka	4,968	17,201	2,163	1,466
Kredi Kartı Slipleri	31,893	609	26,940	17,050
Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	**36,906**	**18,198**	**29,395**	**18,645**

Kaynak: İzahname

Tablo – Finansal Borç Pozisyonu

Finansal Borçlar (bin TL)	30.09.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
0-3 Ay	23,019	8,392	9,828	12,112
3-12 Ay	27,926	14,174	16,383	15,142
1-5 Yıl	61,961	23,274	12,498	12,787
Toplam	**112,906**	**45,840**	**38,709**	**40,041**

Kaynak: İzahname

Tablo – Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

(bin TL)	30.09.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Toplam Borçlar	277,459	183,880	180,853	162,833
Hazır Değerler	36,906	18,198	29,395	18,645
Net Borç	240,554	165,682	151,458	144,189
Toplam Özsermaye	148,563	167,836	54,390	28,172
Toplam Sermaye	389,117	333,518	205,849	172,360
Net Borç/Toplam Sermaye Oranı (%)	**62%**	**50%**	**74%**	**84%**

Tablo – İşletme Sermayesi

İşletme Sermayesi Tablosu (milyon TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Ticari Alacaklar	79	79	93	97
Stoklar	1	1	1	1
Peşin Ödenmiş Giderler	4	5	5	13
Ticari Borçlar	50	53	60	64
Ertelenmiş Gelirler	33	47	18	43
Diğer Kıs. Vad. Yük.	10	9	15	14
İşletme Sermayesi	**(7.9)**	**(22.7)**	**9.7**	**3.9**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo – Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. - Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	30.09.2021	30.09.2020	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	365,854	315,336	444,525	417,819	325,952
Satışların maliyeti	(307,685)	(260,093)	(371,835)	(380,052)	(299,982)
Brüt karı/zararı	**58,169**	**55,243**	**72,690**	**37,766**	**25,970**
Genel yönetim giderleri	(11,528)	(7,141)	(10,300)	(10,725)	(7,466)
Pazarlama giderleri	(390)	(300)	(381)	(1,183)	(1,033)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	10,491	4,982	23,431	18,052	21,161
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(11,629)	(10,475)	(23,497)	(15,774)	(32,149)
Esas faaliyet karı	**45,113**	**42,310**	**61,943**	**28,136**	**6,484**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	4,599	4,310	6,866	8,657	663
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(3,206)	-	-	(1,588)	(1,357)
Özkaynak yöntemiyle değerlenen yatırımların karlarından paylar	6,096	2,210	3,161	4,377	-
Finansal gelir/ gider öncesi faaliyet karı	**52,603**	**48,829**	**71,969**	**39,582**	**5,790**
Finansman gelirleri	2,192	2,279	3,751	2,700	1,881
Finansman giderleri	(11,744)	(6,357)	(6,866)	(8,871)	(12,086)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kar	**43,050**	**44,751**	**68,854**	**33,411**	**(4,415)**
Vergi gideri	**(5,958)**	**(8,880)**	**(14,493)**	**(7,059)**	**(2,523)**
- Dönem vergi gideri	*(9,192)*	*(9,201)*	*(12,527)*	*(7,117)*	*(1,062)*
- Ertelenmiş vergi geliri/ gideri	*3,234*	*321*	*(1,966)*	*58*	*(1,462)*
Dönem karı	**37,092**	**35,870**	**54,361**	**26,352**	**(6,939)**
Kontrol gücü olmayan paylar	**(23)**	**8**	**27**	**43**	**5**
Ana ortaklık payları	**37,116**	**35,863**	**54,334**	**26,309**	**(6,944)**

Kaynak: İzahname

4. Sektör Hakkında Özet Bilgi

Yurt içi yolcu taşımacılığı sektörü TCMB verilerince pandeminin yoğun etkisinin göründüğü 2020 yılında bir önceki yıla oranla %11 gerileyerek 32,3 milyar TL'lik ciro oluşturmuştur. TÜİK verilerince servis ücretleri 2018 yılında %19,9, 2019 yılında %13,8, 2020 yılında %1,2 ve 2021 yılında %35,9'luk artışla 296 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılında enflasyonun önceki yıllara oranla daha yüksek seviyede gerçekleşmesine rağmen pandeminin sektör üzerinde etkisinin güçlü hissedilmesi etkin olmuş ve servis ücretleri %1,2 seviyesinde artmıştır. Enflasyonda yükseliş ile döviz kurlarındaki volatilite ve küresel emtia fiyatlarında artışın hızlandığı 2021 yılında ise servis ücretleri %35,9 oranında artmıştır.

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

A- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)
B- Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket projeksiyonlarında 2020-2026 dönemleri arasında FAVÖK'ün yıllık bazda %25.3 (YBBO) büyümesi öngörülmüştür.

Şirket'in değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ve piyasa çarpanları yöntemine %50 ağırlık verilerek halka arz öncesi **919 milyon TL** hedef değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır. Son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2020-30.09.2021) net dönem karı ve FAVÖK tutarları ile 2022 tahmini FAVÖK tutarı esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır.

Tablo – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Varsayımları

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması Varsayımları (AOSM)		
TL		
Risksiz Faiz Oranı	20.4%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0.0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0.55	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerleneri hesaplanmıştır
Borç/Özkaynak	102.5%	2021/09 mali verileri kullanılmıştır
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	50.6%	2021/09 mali verileri kullanılmıştır
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20.8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5.5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerleri hesaplanmıştır
Risksiz Faiz Oranı	20.4%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0.0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır
İşlem Görmüş Aktif Beta	1.00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerleri hesaplanmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5.5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	25.9%	Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi

Tablo – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)		
TL		
Özsermaye Maliyeti	25.9%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	22.5%	Kullanılan krediler arasında en yüksek maliyetli kredi seçilmiştir
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	50.6%	2021/09 mali verileri kullanılmıştır

Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	49.4%	1-toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	20.8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır
AOSM	**21.8%**	**(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)**

Risksiz faiz oranı 10 yıllık TL devlet tahvilinin 3 aylık ortalama kapanış değerleri üzerinden hesaplanmıştır.
Beta katsayısı olarak 1 kullanılmıştır.

Bu varsayımlar doğrultusunda AOSM; Gürsel Turizm için %21,8 olarak hesaplanmıştır.

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İNA analizine göre toplam piyasa değeri 847 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. için, pay başı fiyatı 9,70 TL olarak bulunmuştur.

Tablo – İndirgenmiş Nakit Akışı Hesaplaması

İNA Tablosu (milyon TL)	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	**326**	**418**	**445**	**551**	**792**	**974**	**1,201**	**1,449**	**1,706**	**1,981**	**2,267**	**2,579**	**2,934**
Değişim (%)		28%	6%	24%	44%	23%	23%	21%	18%	16%	14%	14%	14%
EBITDA	**22**	**31**	**69**	**79**	**118**	**148**	**185**	**225**	**266**	**310**	**356**	**406**	**462**
Değişim (%)		41%	123%	14%	49%	25%	25%	22%	18%	17%	15%	14%	14%
EBITDA Marjı	7%	7%	16%	14%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Esas Faaliyet Karı	**17**	**26**	**62**	**59**	**80**	**103**	**133**	**169**	**214**	**251**	**289**	**331**	**378**
Değişim (%)		48%	140%	-5	36	28	30	27	27	17	15	14	14
Vergi oranı (%)	22.0%	22.0%	22.0%	25.0%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Operasyonel Vergiler	**(4)**	**(5)**	**(14)**	**(15)**	**(18)**	**(21)**	**(27)**	**(34)**	**(43)**	**(50)**	**(58)**	**(66)**	**(76)**
Amortisman	**(4)**	**(5)**	**(7)**	**(20)**	**(38)**	**(45)**	**(51)**	**(56)**	**(52)**	**(60)**	**(67)**	**(75)**	**(84)**
Net Yatırım Giderleri		**(22)**	**(62)**	**(132)**	**(21)**	**(32)**	**(39)**	**(46)**	**(48)**	**(57)**	**(66)**	**(76)**	**(88)**
İşletme Sermayesi Değişimi		**15**	**(32)**	**4**	**(4)**	**(3)**	**(4)**	**(5)**	**(6)**	**(5)**	**(5)**	**(5)**	**(6)**
Kaldıraçsız Nakit Akımı				**(12)**	**75**	**93**	**116**	**140**	**169**	**199**	**227**	**258**	**293**
AOSM (%)				**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**	**21.8%**
İNA				**(12)**	**66**	**67**	**69**	**68**	**68**	**66**	**62**	**57**	**53**

Firma Değeri	**898**
Uç Değer Payı	*37.1%*
Uç Değer Büyüme	*5.0%*
Uç Değer Çıkış Çarpanı	*4.0*
Net Borç	**50.6**
Piyasa Değeri	**847**
Hisse Sayısı	*87*
Hisse Fiyatı	**9.7**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler olarak benzer alanda faaliyet gösteren halka açık firma sayısının az olması sebep gösterilerek değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan 22 uluslararası firmanın piyasa değerleri 23 Aralık 2021 tarihli alınmış ve söz konusu ülkeler Asya-Pasifik Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler, Avrupa Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler ve Diğer Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler olarak 3 gruba ayrılmıştır. Yurt dışı benzer şirket çarpanları ile birlikte Gürsel Turizm'in 806 milyon TL'lik piyasa değerinde olduğu gözlenmektedir.

Yurt içi benzer şirketler olarak faaliyet alanı benzerliği sebebiyle BİST Ulaştırma endeksi kullanılmıştır. En çok benzer firmalar olmaları sebebiyle Beyaz Filo ve Tureks Turizm çarpanları ayrı olarak çarpan değerlemesinde dikkate alınmıştır. Gürsel Turizm'in halka arz sonrasında BİST Ana Pazar içerisinde işlem görmesi öngörüsüyle BİST Ana Pazar şirketlerinin çarpanları da değerlemede kullanılmıştır. Böylece, Şirket'in BİST Ulaştırma Endeksi üzerinden piyasa değeri 777 milyon TL, yurt içi benzer şirketler çarpanları üzerinden piyasa değeri 1,213 milyon TL, BİST Ana Pazar çarpanları üzerinden 944 milyon TL'lik piyasa değerine ulaşmıştır.

Çarpan analizinin tamamında FD/ FAVÖK ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır.

Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2021/09 4Ç FAVÖK ve net kar verilerine göre çarpan değerlemesi yapılmış ve her iki yaklaşıma da %50'şer ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Şirket Adı	Piyasa Değeri (milyon ABD Doları) 23.12.2021	FD/ FAVÖK (son 12 ay)
Jiangxl Changyun Co.	228	M.D
Nishi-Nippon Railroad	1,884	23.4
Mie Kotsu Group	446	18.2
Shinki Bus Co.	174	9.3
Kwoon Chung Bus	128	9.7
Hokkaido Chuo Bus	83	M.D
Keifuku Electric Railroad	52	9.8
Dongyang Express Corp.	45	M.D
Chuni Express	79	M.D
Weha Transportation	14	20.2
Delixi Xinjiang Transport	2,385	M.D
Alpha Seven Group	66	215.3
Comfortdelgro Corp	2,174	6.5
Firstgroup Plc	1,039	1.4
Stagecoach Group Plc	627	3.9
Go Ahead Group Plc	372	1.2
National Express Group	2,022	M.D.
Rotala Plc	21	8.7
Nobina AB	1,035	5.2
Saudi Public Transport	751	165.3
Knutsford Express Services	23	40.9

Associated Bus Co.	1	43.6
Ortalama	**619**	**12.3**
Medyan	**201**	**9.7**
Minimum	**1**	**1.2**
Maksimum	**2,385**	**215.3**
Gürsel Turizm	**806**	**9.7**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi BİST-Ulaştırma Endeksi Çarpan Değerleri

Şirket Adı	Piyasa Değeri (milyon TL) 23.12.2021	FD/ FAVÖK (son 12 ay)
Beyaz Filo	997	18.0
Çelebi	5,392	11.0
DO-CO	12,841	11.1
GSD Denizcilik	608	6.7
Pegasus	11,048	16.8
Reysaş Lojistik	1,438	8.4
Trabzon Liman	884	14.6
Tureks Turizm Taşımacılık	1,409	12.3
Türk Hava Yolları	34,666	7.5
Ortalama	7.696	11.8
Medyan	**1.438**	**11.1**
Minimum	606	6.7
Maksimum	34.666	18.0
Gürsel Turizm	**777**	**11.1**

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi BİST-Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Şirket Adı	Piyasa Değeri (milyon TL) 30.09.2021	FD/ FAVÖK (son 12 ay)
Beyaz Filo	997	18.0
Tureks Turizm Taşımacılık	1,409	12.3
Ortalama	1,203	15.2
Medyan	**1,203**	**15.2**
Minimum	997	12.3
Maksimum	1.409	18.0
Gürsel Turizm	**1.213**	**15.2**

Yurt İçi BİST-Ana Pazar Şirketler Çarpan Değerleri

Toplam 66 adet BİST-Ana Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken spor hisseleri, bankacılık ve sigorta gibi finansal sektörde yer alan hisseler, GYO ile GSYO'lar ve mali sektör şirketleri elimine edilmiştir. Çarpan hesaplamasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30 üzeri olanlar ile FD/Satış ve PD/DD çarpanlarından 5'ten büyük olanlar ortalama ve medyan hesabında göz önünde bulundurulmamıştır.

Şirket Adı	Piyasa Değeri (milyon TL) 30.09.2021	FD/ FAVÖK (son 12 ay)
Ortalama	1,106	13.5
Medyan	**551**	**12.3**
Minimum	158	(353.4)
Maksimum	13,004	3,343.9
Gürsel Turizm	**944**	**12.3**

6. Değerleme Sonucu ve Görüş

İndirgenmiş nakit akımları yöntemiyle hesaplanan 847 milyon TL özsermaye değerinin **%50** ağırlıklandırılmış, piyasa çarpanları yöntemiyle hesaplanan Ana Pazar 944 milyon TL özsermaye değeri **%10**, Ulaştırma Endeksi 777 milyon TL özsermaye değeri **%10**, yurt için benzerler 1,213 milyon TL özsermaye değeri **%20** ve yurt dışı benzerler 806 milyon TL özsermaye değeri **%10** ile ağırlıklandırılmıştır. İskonto oranının **%21,9** olmasıyla birlikte halka arz iskonto öncesi adil piyasa değeri 919 milyon TL, iskonto sonrası **718 milyon TL** değere ulaşmıştır. Böylece pay başına değer 10,56 TL oluşmuş, halka arz fiyatı da **8,25 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu (milyon TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	**847**	**%50**	**9.7**
Ana Pazar	**944**	**%10**	**10.9**
Ulaştırma Endeksi	**777**	**%10**	**8.9**
Yurtdışı Benzerler	**806**	**%10**	**9.3**
Yurtiçi Benzerler	**1,213**	**%20**	**13.9**
Hedef Değer (TL)	919		10.56
İskonto Oranı (%)	***%21,9***		
Adil Değer (TL)	**718**		**8.25**

Halka Arza İlişkin Görüşlerimiz

- ✓ Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. için hazırlanan fiyat tespit raporunda, değerleme için kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmış, şirket ve sektör hakkında yeterli bilgiler detaylı bir şekilde aktarılmıştır.
- ✓ Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. için yapılan değerleme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akışları" ve "Çarpan Analizi" yöntemleri kullanılmış ve her iki yönteme de eşit ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirketin faaliyetleriyle uyumlu olduğu ve yapılan gruplandırmanın makul olduğu düşüncesindeyiz.
- ✓ Kullanılan değerleme yöntemi sonrasında hesaplanan birim halka arz fiyatına %21,9 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 8.25 TL olarak hesaplanmıştır. Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. için halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.