Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Hazırlanan Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

(01.01.2026 - 30.09.2026 Dönemi)

27 Kasım 2026

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi uyarınca hazırlanmıştır.

1. Raporun Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.'nin ("Gülermak" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

SPK'nın VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Yatırım") tarafından hazırlanan ve 31.12.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu ("KAP")'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket değeri ile halka arz fiyatında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi değerlemesine yer verilmiştir.

A) İndirgenmiş Nakit Akımları Sonucunda Bulunan Değer

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 yurt dışındaki 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.

İNA Tablosu

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 analizine göre hesaplanan Firma Değeri 1.306 milyon Avro ve Piyasa Değeri 1.377 milyon Avro'dur. Çalışmanın uç büyüme oranı ve AOSM (%-0,5;+%0,5) duyarlılık analizi aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Duyarlılık Analizi

EUR mn		AOSM Duyarlılık		
		%8,70	%9,20	%9,70
Devam Eden	%0,50	1.410	1.336	1.270
Değer	%1,00	1.458	**1.377**	1.306
Duyarlılık	%1,50	1.512	1.423	1.345

B) Çarpan Analizi Yöntemi

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.

Yurt İçi Benzer Şirketler

FD/FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2024 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 İçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer

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**

Yurt Dışı Benzer Şirketler

FD/FAVÖK çarpanları, yurt dışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin 30.09.2024 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.

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**

3. Sonuç

Şirket Değerlemesinde Çarpan Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre bulunan değerlerin farklılıkları UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirlenen değerlerin farklılıkları anlaşılmasına ilişkin olarak seçim kriterleri tekrar değerlendirilmiştir. Şirket'in operasyonları, büyüme potansiyeli, pazar stratejisi, iş modeli ve bulunduğu coğrafya açısından birebir halka açık emsal şirketler kısıtlı sayıda bulunmaktadır. Şirket'in coğrafi açıdan yurt dışı emsal şirketlere kıyasla avantajlı konumda bulunduğu, özellikle raylı sistemler ve tüneller konusunda uzmanlaşmış olması nedeniyle iş modeli bakımından yurt içi inşaat ve taahhüt sektöründe faaliyet gösteren şirketlere kıyasla katma değerli hizmet sağladığı değerlendirilmektedir. Bu sebepler ile İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri, çarpan yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değerlerinden daha yüksek bulunmaktadır.

Yurt İçi Çarpan Değerine %30, Yurt Dışı Çarpan Değerine ise %70 ağırlık verilmiştir. Çarpan değerlemesi sonucunda Şirket'in Piyasa Değeri 1.245 milyon Avro olarak bulunmuştur.

Çarpan Değerlemesi Sonucu Bulunan Değer

Çarpan Değerlemsi 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**

Değerleme yapılırken İNA yöntemi ile bulunan değere %40 ve Çarpan Değeri'ne %60 ağırlık verilmiştir. Bu çerçevede Gülermak'ın piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

İNA ve Çarpan Değerlemesi Sonucu Bulunan Değer

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**

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.

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**

4. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Şirket paylarının 17.01.2025 tarihinde BİST'de işlem görmeye başlamasının ardından 01.01.2026 – 30.09.2026 dönemi finansal verileri 9 Kasım 2026 tarihinde KAP'ta açıklanmıştır. Gerçekleşme rakamları, "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi veriler üzerinden hesaplanmıştır.

Milyon EUR	01.01.2026-30.09.2026 (G)	01.01.2026-31.12.2026 (T)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	**678**	**1.414**	**%48,0**
Brüt Kar	**93**	**176**	**%52,9**
Brüt Kar Marjı	*%13,7*	*%12,5*	-
FAVÖK	**92**	**184**	**%49,9**
FAVÖK Marjı	*%13,5*	*%13,0*	-

(T) Tahmin
(G) Gerçekleşen

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 2026 yıl sonu tahminleri ile 2026 yılının ilk dokuz ayında gerçekleşen sonuçlar karşılaştırılmıştır. Buna göre, Şirket'in hasılatı 2026 yılı ilk dokuz ayında tahmin edilen hasılatın %48'i oranında, brüt kârı tahmin edilen tutarın %52,9'u oranında, FAVÖK tutarı ise %49,9'u oranında gerçekleşmiştir. Şirket'in üstlendiği yıllara yaygın inşaat işlerinde, ilgili sözleşmelerin tamamlanma oranı dikkate alınarak hasılat muhasebeleştirilmektedir. Bu nedenle hasılattaki artış veya azalışlar, üstlenilen projelerin fiziki ilerleme derecesine ve sözleşme bedeline göre dönemler itibarıyla değişkenlik göstermektedir. Bu doğrultuda, 2026 yılının ilk dokuz ayında hasılat, brüt kâr ve FAVÖK'te meydana gelen gerçekleşmeler; faaliyet gösterilen coğrafyalardaki mevsimsellik, dönemin genel durgunluğu ile birlikte malzeme ve işçilik fiyatlarındaki artışlar ve döviz kurlarındaki yükseliş dikkate alınarak açıklanabilmektedir. Şirket'in hasılatı ve finansal sonuçları, taahhüt sektörünün dinamikleri doğrultusunda yıl içinde dönemsellik gösterebileceğinden genel değerlendirmenin yıl sonunda yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

Saygılarımızla,

Gülermak Ağır Sanayi İnşaat ve Taahhüt A.Ş.

Denetim Komitesi