



GÜRSEL TURİZM TAŞIMACILIK VE SERVİS TİCARET A.Ő.
HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

8 Mart 2023

Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu

Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”, “Kurul”) tarafından yayımlanan VII-128.1 nolu Pay Tebliği’nin (“Tebliğ”) 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu, halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul’un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (“KAP”) ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır. Tebliğ gereği, Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Gürsel Turizm”, “GRSEL”) için İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Aracı Kurum”, “İfo Yatırım”) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 25.02.2022 tarihinde KAP’ta yayımlanmış olup, Şirket payları 09.03.2022 tarihinden itibaren BİST’te işlem görmeye başlamıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca, “Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”

İşbu rapor, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, amacı Gürsel Turizm’in nihai halka arz fiyatı ile halka arz sonrasındaki 08.03.2023 tarihli borsa fiyatı arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Özet Bilgi

25.02.2022 tarihinde KAP’ta yayımlanan 28.12.2021 tarihli fiyat tespit raporunda (“Fiyat Tespit Raporu”, “Rapor”) Şirket’in 2018, 2019, 2020 yılları ve 2021/09 dönemine ilişkin finansal verileri baz alınarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, İNA yöntemine %50, Piyasa Çarpanlarına da %50 ağırlık verilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizinde;

- Fiyat / Kazanç (F/K)
- Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK)

çarpanı kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde 2021-2030 yılları arası öngörülere yer verilmiştir.

Değerleme yöntemleri ve sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemleri	Değer (Milyon TL)	Ağırlıklandırma	Pay Başı Değer (TL)
İNA Değeri	847	% 50	9,7
BİST Ana Pazar	944	% 10	10,9
BİST Ulaştırma Endeksi	777	% 10	8,9
Yurt Dışı Benzerler	806	% 10	9,3
Yurt İçi Benzerler	1.213	% 20	13,9
Hedef Değer	919		10,56
Halka Arz İskontosu			%21,9
Halka Arz Fiyatı	718		8,25 (*)

İNA yöntemine %50 ve piyasa çarpanları yöntemine %50 ağırlık verilmesi sonucunda Gürsel Turizm'in değeri 919 milyon TL olarak hesaplanmış olup, hesaplanan değer üzerinden %21,9 oranında halka arz iskontosu uygulanarak nihai şirket değeri 718 milyon TL ve halka arz fiyatı 8,25 TL olarak belirlenmiştir.

(*) Şirket 27.09.2022 tarihinde 2021 yılı karından brüt 10.000.000 TL nakit kar payı ödemesi yapmış olup, pay başına 0,0980392 TL olmak üzere temettü verimliliği %1,08'e denk gelen nakit kar payı dağıtımını gerçekleştirmiştir. Bu doğrultuda kar payı düşülmüş olarak düzelmiş halka arz fiyatı 8,15 TL'ye denk gelmektedir.

Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

- 31.12.2021 Dönemi

Şirketin 25.02.2022 tarihinde izahname ekinde açıklamış olduğu 31.12.2021 tarihli finansalları ile İfo Yatırım'ın 25.02.2022 tarihinde yayımladığı 28.12.2021 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleşmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır.

Tabloda da görüleceği üzere şirketin hasılat ve faaliyet karlılıkları beklentilere paralel olarak gerçekleşmiştir.

(Milyon TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2021 / 31.12.2020 Değişim	31.12.2021 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	444,5	550,3	23,8%	550,9	99,9%
Satışların Maliyeti	371,8	474,6	27,6%	475,2	99,9%
Brüt Kar	72,7	75,7	4,1%	75,7	100,0%
Brüt Kar Marjı	16,4%	13,8%		13,7%	
Faaliyet Giderleri	10,7	16,6	55,8%	16,6	100,0%
Esas Faaliyet Karı	62,0	59,0	-4,8%	59,0	100,0%
Esas Faaliyet Kar Marjı	13,9%	10,7%		10,7%	
FAVÖK	68,9	79,0	14,6%	79,0	100,0%
FAVÖK Marjı	15,5%	14,4%		14,3%	

Şirketin 2020 yılında 444,5 milyon TL olan hasılatı 2021 yılında %23,8 artışla 550,3 milyon TL'ye yükselirken, beklentilere paralel gelmiştir.

Satışların maliyeti ise 2020 yılındaki 371,8 milyon TL'den 2021 yılında %27,6 artışla 474,6 milyon TL'ye yükselmiş, Şirketin brüt karı 2020 yılındaki 72,7 milyon TL'den 2021 yılında %4,1 artışla 75,7 milyon TL ile beklentilere paralel açıklanmıştır.

2020 yılında %16,4 olan brüt kar marjı 2021 yılında %13,8'e gerilemiştir.

2020 yılında 10,7 milyon TL olan faaliyet giderleri 2021 yılında %55,8 artışla 16,6 milyon TL'ye yükselirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise %2,4'ten %3,0'e yükselmiştir.

Şirketin esas faaliyet karı 2020 yılında 62,0 milyon TL iken, 2021 yılında beklentilere paralel olarak %4,8 azalışla 59,0 milyon TL'ye gerilemiştir.

2020 yılında %13,9 olan esas faaliyet kar marjı 2021 yılında %10,7'ye gerilemiştir.

Şirketin 2020 yılında FAVÖK'ü 68,9 milyon TL iken, 2021 yılında beklentilere paralel olarak %14,6 artışla 79,0 milyon TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 2020 yılındaki %15,5'ten %14,4'e gerilemiştir.

- 31.12.2022 Dönemi

Şirketin 06.03.2023 tarihinde açıklamış olduğu 31.12.2022 tarihli finansallarında Ürdün'deki %51 oranındaki dolaylı iştiraki Jordanian And Turkish For Managing (Gürsel Ürdün)'ün konsolidasyon değişikliğine bağlı olarak 31.12.2021 dönemine ilişkin veriler yeniden sınıflandırılmıştır. Şirketin beklentilerin üzerinde gerçekleşen faaliyet ve finansal sonuçlarına, fiyat tespit raporunda konsolide edilmeyen Gürsel Ürdün'ün verilerinin de eklenmesi ile birlikte 2022 yılında beklentilerin üzerinde ekstra performans gösterildiği görülmektedir.

(Milyon TL)	31.12.2021 (Yeniden Düzenlenmiş)	31.12.2022	31.12.2022 / 31.12.2021 Değişim	31.12.2022 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	633,5	1.704,9	169,1%	792,0	215,3%
Satışların Maliyeti	533,0	1.416,7	165,8%	690,1	205,3%
Brüt Kar	100,5	288,2	186,8%	101,8	283,0%
Brüt Kar Marjı	15,9%	16,9%		12,9%	
Faaliyet Giderleri	24,2	53,9	123,0%	21,4	251,6%
Esas Faaliyet Karı	76,3	234,3	207,0%	80,4	291,4%
Esas Faaliyet Kar Marjı	12,0%	13,7%		10,2%	
FAVÖK	96,3	292,8	204,1%	118,3	247,6%
FAVÖK Marjı	15,2%	17,2%		14,9%	

Şirketin 2021 yılında 633,5 milyon TL olan hasılatı 2022 yılında %169,1 artışla 1,7 milyar TL'ye yükselirken, 2022 yılı için öngörülen 792,0 milyon TL'lik hasılatının %115,3 üzerine çıkmıştır.

Şirketin 2021 yılında 533,0 milyon TL olan satışlarının maliyeti 2022 yılında %165,8 artışla 1,4 milyar TL'ye yükselirken, 2021 yılında 100,5 milyon TL olan brüt karı 2022 yılında %186,8 artışla 288,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılı için hedeflenen 101,8 milyon TL'lik brüt karın %183,0 üzerinde gerçekleşme yaşanmıştır.

2021 yılında %15,9 olan brüt kar marjı 2022 yılında %16,9'a yükselmiştir.

Şirketin 2021 yılında 24,2 milyon TL olan faaliyet giderleri 2022 yılında %123,0 artışla 53,9 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılı için tahmin edilen 21,4 milyon TL'lik faaliyet giderlerinin %151,6 üzerinde gerçekleşme yaşanmıştır.

Şirketin 2021 yılında 76,3 milyon TL olan esas faaliyet karı 2022 yılında %207,0 artışla 234,3 milyon TL'ye yükselirken, 80,4 milyon TL olarak öngörülen 2022 yılı hedefinin %191,4 üzerine çıkmıştır.

2021 yılında %12,0 olan esas faaliyet kar marjı, 2022 yılında %13,7'ye yükselmiştir.

Bu kapsamda Şirketin 2021 yılında 96,3 milyon TL olan FAVÖK'ü 2022 yılında %204,1 artışla 292,8 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılı için öngörülen 118,3 milyon TL'lik hedefin %147,6 üzerinde gerçekleşme yaşanmıştır.

FAVÖK marjı ise 2021 yılındaki %15,2'den 2022 yılında %17,2'ye yükselmiştir.

Özetle 2021 yılı sonuçları beklentilere paralel gelirken, 2022 yılındaki sonuçlar ise beklentilerin üzerinde gerçekleşmiştir.

Mali Tablolar

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	31.12.2022	31.12.2021 (Yeniden Düzenlenmiş)	31.12.2020
DÖNEN VARLIKLAR	771.301.406	242.321.067	146.061.182
Nakit ve Nakit Benzerleri	257.689.067	43.200.664	18.198.343
Finansal Yatırımlar	2.088.549	0	0
Ticari Alacaklar	445.509.089	162.790.396	92.656.529
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	307.879	11.623.718	999.599
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	445.201.210	151.166.678	91.656.930
Diğer Alacaklar	818.258	398.094	25.389.786
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	25.046.111
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	818.258	398.094	343.675
Stoklar	5.479.296	1.314.588	1.034.929
Peşin Ödenmiş Giderler	55.066.213	22.389.621	5.469.875
İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	55.066.213	22.389.621	5.469.875
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	190	638.766	28.538
Diğer Dönen Varlıklar	4.650.744	11.588.938	3.283.182
DURAN VARLIKLAR	1.844.281.528	560.476.381	227.181.088
Diğer Alacaklar	66.396	66.396	33.780
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	66.396	66.396	33.780
Kullanım Hakkı Varlıkları	763.271	1.207.009	1.360.594
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	5.480.912
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	177.175.000	72.730.000	57.631.000

Maddi Duran Varlıklar	1.262.107.315	479.254.809	160.517.350
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	401.037.425	3.076.802	2.157.452
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	401.037.425	3.076.802	2.157.452
Peşin Ödenmiş Giderler	3.132.121	4.141.365	0
İlişkili Olmayan Tarafalara Peşin Ödenmiş Giderler	3.132.121	4.141.365	0
TOPLAM VARLIKLAR	2.615.582.934	802.797.448	373.242.270
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	656.675.898	283.064.141	133.961.858
Kısa Vadeli Borçlanmalar	21.526.130	17.710.012	5.365.331
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	141.595.206	60.912.946	16.848.480
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	891.513	562.430	351.775
Ticari Borçlar	289.704.549	97.236.947	59.827.487
İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar	26.877	44.257	136.651
İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar	289.677.672	97.192.690	59.690.836
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	11.760.492	5.269.545	2.705.974
Diğer Borçlar	27.869.564	24.289.187	18.574.303
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	27.869.564	24.289.187	18.574.303
Ertelenmiş Gelirler	141.633.989	71.733.007	18.265.409
İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler	141.633.989	71.733.007	18.265.409
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	5.599.227	0	5.638.111
Kısa Vadeli Karşılıklar	16.095.228	5.350.067	6.384.988
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	3.562.458	1.947.153	1.387.001
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	12.532.770	3.402.914	4.997.987
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	407.890.596	145.163.754	71.444.082
Uzun Vadeli Borçlanmalar	104.133.871	51.230.363	22.110.199
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0	787.083	1.163.717
Diğer Borçlar	2.716.705	14.905.602	22.340.316
İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	2.716.705	14.905.602	22.340.316
Uzun Vadeli Karşılıklar	10.761.498	5.697.175	4.304.046
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	10.761.498	5.697.175	4.304.046
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	290.278.522	72.543.531	21.525.804
ÖZKAYNAKLAR	1.551.016.440	374.569.553	167.836.330
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.513.846.383	362.478.526	167.658.201
Ödenmiş Sermaye	102.000.000	87.000.000	30.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-74.642.043	-74.642.043	357.957
Paylara İlişkin Primler	102.559.556	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.047.451.840	229.961.787	58.488.786
Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç / Kayıpları	1.042.529.252	230.652.201	59.193.464
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları	4.922.588	-690.414	-704.678
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	754.595	1.651.387	0
Yabancı Para Çevrim Farkları	754.595	1.651.387	0
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	9.741.105	4.580.359	1.669.952
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	100.918.989	45.823.486	22.807.808
Net Dönem Karı/Zararı	225.062.341	68.103.550	54.333.698
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	37.170.057	12.091.027	178.129
TOPLAM KAYNAKLAR	2.615.582.934	802.797.448	373.242.270

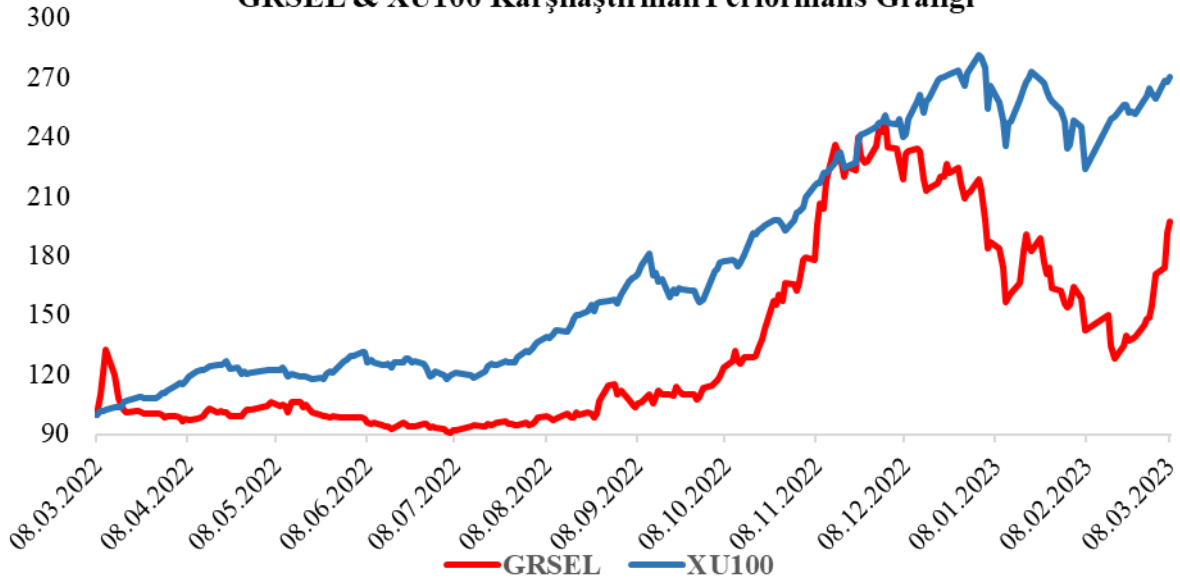
	31.12.2022	31.12.2021 (Yeniden Düzenlenmiş)	31.12.2020
Kar veya Zarar Kısmı (TL)			
Hasılat	1.704.888.168	633.490.056	444.525.005
Satışların Maliyeti (-)	-1.416.708.899	-533.011.502	-371.834.733
Brüt Karı/Zararı	288.179.269	100.478.554	72.690.272
Genel Yönetim Giderleri (-)	-52.841.492	-23.493.278	-10.299.797
Pazarlama Giderleri (-)	-1.063.857	-679.704	-381.292
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	40.978.470	13.795.892	23.430.857
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-30.072.779	-16.478.718	-23.497.543
Esas Faaliyet Karı/Zararı	245.179.611	73.622.746	61.942.497
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	106.959.559	34.513.292	6.865.947
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-3.573.770	-4.009.108	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından / Zararlarından Paylar	0	0	3.160.603
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	348.565.400	104.126.930	71.969.047
Finansman Gelirleri	9.390.560	2.673.578	3.750.525
Finansman Giderleri (-)	-58.546.534	-16.077.805	-6.865.855
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	299.409.426	90.722.703	68.853.717
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	-49.268.055	-14.118.333	-14.493.074
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-36.176.179	-12.793.763	-12.527.402
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-13.091.876	-1.324.570	-1.965.672
Dönem Karı	250.141.371	76.604.370	54.360.643
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	25.079.030	8.500.820	26.945
Ana Ortaklık Payları	225.062.341	68.103.550	54.333.698

Fiyat Performansı

Gürsel Turizm payları, 09.03.2022 tarihinde GRSEL kodu ile Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmeye başlamıştır. GRSEL 8,25 TL'den halka arz edilmiş olup, 08.03.2023 tarihi itibarıyla pay kapanış fiyatı 16,10 TL olmuştur. Şirket 27.09.2022 tarihinde 2021 yılı karından brüt 10.000.000 TL nakit kar payı ödemesi yapmış olup, pay başına 0,0980392 TL olmak üzere temettü verimliliği %1,08'e denk gelen nakit kar payı dağıtımını gerçekleştirmiştir. Bu doğrultuda kar payı düşülmüş olarak düzelmiş halka arz fiyatı 8,15 TL'ye denk gelmektedir.

Aşağıdaki grafikte GRSEL ile BİST-100 Endeksinin Şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren göstermiş oldukları performans grafiği yer almaktadır. Buna göre GRSEL payları 08.03.2023 tarihli 16,10 TL kapanış fiyatı ile halka arz fiyatının %97,5 üzerine çıkarken, BİST-100 Endeksinde ise aynı periyotta %170,4'lük artış yaşanmıştır. Bu doğrultuda GRSEL'in BİST-100 Endeksine göre relatif performansı %27,0 daha kötü gerçekleşmiştir.

GRSEL & XU100 Karşılaştırmalı Performans Grafiği



Halka Arz Sonrası Fiyata Etki Eden Faktörler

- Şirketin faaliyet sonuçları beklentilerin üzerinde gelmiştir.
- Ürdün'deki iştiraki aracılığıyla alınan yeni ihale ile birlikte Almanya'da kurulan iştiraki aracılığıyla üstlenen taşımacılık projeleri kapsamında gelir ve karlılık artış beklentisi oluşmuştur.
- Şirket tarafından 27.09.2022 tarihinde temettü verimliliği %1,08'e karşılık gelen brüt 10 milyon TL nakit kar payı dağıtımı yapılmıştır.

Sonuç

Gürsel Turizm beklentilerin üzerinde faaliyet ve finansal performans göstermiş olup Şirket payları Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren %97,5 oranında prim yapmış olmasına karşılık BİST-100 Endeksi'nin altında performans sergilemiştir.