

| İçindekiler | Sayfa |
|---|--------------|
| • Kısaltmalar | 3 |
| • Raporun Amacı & Etik İlkeler | 4 |
| • Temel Yatırım Unsurları | 8 |
| • Riskler | 10 |
| • Değerleme Özeti | 12 |
| • Şirket Profili | 13 |
| • Müşteri & Tedarikçiler | 18 |
| • Satışlar | 20 |
| • Maliyetler | 22 |
| • Yatırımlar | 23 |
| • Finansallar | 25 |
| • Kovid Etkisi | 33 |
| • Değerleme | 34 |
| • Sektör | 51 |

KISALTMALAR

Kısaltma

| | |
|-----------------|---|
| A.Ş. | Anonim Şirket |
| A.B.D. | Amerika Birleşik Devletleri |
| ABD Doları, USD | Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi |
| AOSM | Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti |
| AR-GE | Araştırma ve geliştirme |
| BİST | Borsa İstanbul |
| CRR | Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış) |
| EBITDA | FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar |
| EBIT | Esas Faaliyet Karı |
| EV | Firma Değeri |
| EVA | Ekonomik Katma Değer |
| FVFM | Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli |
| A.D. | Anlamlı Değil |
| İNA | İndirgenmiş nakim akımları |
| Info Yatırım | Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. |
| Kurul, SPK | Sermaye Piyasası Kurulu |
| KKO | Kapasite Kullanım Oranı |
| KDV | Katma Değer Vergisi |
| M.D. | Mevcut Değil |
| ROA | Aktif Karlılık |
| ROIC | Yatırımın Getirisi |
| ROE | Özkaynak Getirisi |
| SAP | Systems Analysis and Program Development |
| SHM | Satılan Hizmet Maliyeti |
| SMM | Satılan Malın Maliyeti |
| TL | Türk Lirası |
| YBBO | Yıllık Bileşik Büyüme Oranı |

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 16 Aralık 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Aday Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 2018-2019 ve 2020 yılları ve 2021/09 ara dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 28 Aralık 2021'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 8 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırımını, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirme projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 3 şirketin halka arz projesi, 3 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırımını, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

GÜRSEL TURİZM FİYAT TESPİT RAPORU

Pandemik Baz Etkisi ve Artan Fiyatlar Önemli Potansiyel

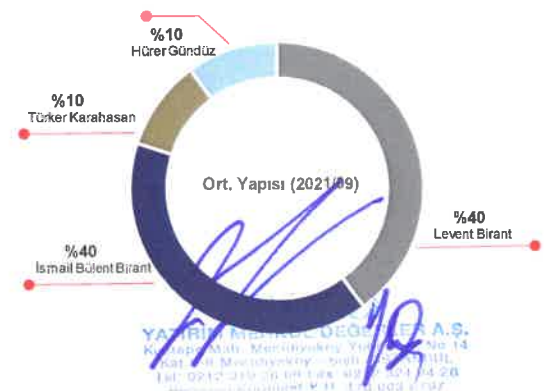
- 1993 yılında kuruldu.** Şirket, Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret Ltd. unvanıyla 1993 yılında kurulmuştur. İstanbul merkezli Şirket'in ana faaliyet konusu **personel servis taşımacılığı, öğrenci servis taşımacılığı, sürücülü araç kiralama hizmetleri, kent içi toplu taşımacılık hizmetleri ve şehirlerarası taşımacılık hizmetleri** olarak sıralanmaktadır. Şirket, rapor tarihi itibarıyla 6.704 adedi aktif olarak kullanılmakla birlikte toplamda 7.462 araç ile her gün yaklaşık 200.000 personel ve 40.000 öğrenciye ve tüm ülke genelinde 300'ün üzerinde saygın ve seçkin kuruluşu hizmet veren anlaşmalı ulaştırma servisi sağlayıcısıdır. Şehir içi personel ve öğrenci taşımacılığı sektöründe yaklaşık 35 yıllık tecrübe ve taşımacılığın Türkiye'nin farklı noktalarında yapıyor olması Şirket'i ön plana çıkarmaktadır.
- 2021 yılında önemli boyutta taşıt yatırımı.** Şirket özellikle 2021 yılının ikinci yarısında **Eskişehir Arçelik projesi** ve **Tüpraş** gibi Koç grubu şirketlerini portföyüne katarak önemli bir yatırım atağına kalkmıştır. 2019 yılında 22 mn TL olan toplam yatırım 2020 yılında 62 mn TL'ye yükselirken Şirket **çoğunluğu yılın ikinci yarısında olmak üzere 2021 yılını 132 mn TL gibi önemli bir yatırım tutarı ile kapatacağıdır. Bununla birlikte şirket eski araçlarının satışları ile yatırımlarını görece finanse etmektedir.** Yatırımların kayda değer bir kısmı değeri artan taşıt yatırımlarından kaynaklanırken son çeyrekte araç fiyatlarında yaşanan artış Şirket için önemli bir emtia yatırımı anlamına gelmektedir. 2021 yılının son çeyreğinde hem okulların yeniden açılması ve hem de pandeminin etkisinin azalması ile Şirket'in 2022 yılında oldukça güçlü bir finansal performans sergileyeceği beklenmektedir. Bu durumda yeni araç yatırımlarının da etkisi büyük olacaktır. 2021 yılının Ekim-Kasım döneminde artan yakıt giderleri ile tedarikçilere zam yapılırken yükselen giderlere rağmen müşterilere gerçekleşecek zam oranları için 2022 yılı beklenmiştir. Bu durum 2022'de önemli bir kar marjı artışı anlamına gelmektedir. **Taşıt yatırımları, pandeminin önemli oranda ortadan kalkacak olması, 2021 yılının ikinci yarısında alınan büyük projeler ve enflasyonun etkisi ile gerçekleşecek fiyat artışları 2022 yılında etkisini çok daha net bir şekilde gösterecektir.**
- Gürsel Ürdün.** Gürsel Ürdün 2019 yılında Ürdün hukukuna göre kurulmuş olup ana faaliyet alanı Ürdün'ün başkenti olan Amman'da toplu taşıma sisteminin geliştirilmesi kapsamında satın alınacak ve şehir içi toplu taşıma sisteminde dahil edilecek otobüslerin işletilmesidir. **Gürsel Ürdün ile Kamu otoritesi arasında imzalanan sözleşme kapsamında Gürsel Ürdün 2019 yılından başlamak üzere 5+5 yıllığına belediyenin mülkiyetinde bulunacak 286 adet toplu taşıma aracının işletilmesinden sorumlu olacaktır.** Gürsel Ürdün'ün son 4 çeyrekte konsolidasyona 7 mn TL kar bıraktığı dikkat çekmektedir. Kurdaki artışın etkisi ve pandeminin azalması ile yılsonunda konsolidasyona 8 mn TL; 2022'de ise 13 mn TL net kar bırakacağı varsayılmaktadır.
- Değerleme.** Şirket değerlemesi için INA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve halka arz iskontosu sonrası 718 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2021T ve 2022T EBITDA beklentilerine göre sırasıyla 9,7x ve 6,5x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir. 2021 yılının son çeyreğinde artan kurla girilen enflasyonist ortam nedeniyle 2021/09 itibarıyla gerçekleşen son 4 çeyrek EBITDA yerine yeni normalci yansıtan 2022 EBITDA'sı değerlendirme için daha adil bulunmaktadır.

| Gelir Tablosu (mTL) | 2019 | 2020 | 2021T |
|---------------------|-------|-------|-------|
| Net Satışlar | 417,8 | 444,5 | 550,9 |
| EBITDA | 30,5 | 68,9 | 79,0 |
| EBITDA Marjı | 7% | 16% | 14% |
| Net Kar | 26,4 | 54,4 | m.d. |

| Değer | mTL |
|----------------------|----------------|
| Piyasa Değeri | 718 |
| Net Borç (2021/09) | 51 |
| Firma Değeri | 768 |
| Bilanço (mTL) | 2021/09 |
| Dön. Varlıklar | 161,6 |
| Duran Varlıklar | 282,7 |
| Aktifler | 444,3 |
| Kısa Vad. Borç. | 190,4 |
| Uzun Vad. Borç. | 105,4 |
| Özkaynak | 148,4 |
| Finansal Borç | 112,9 |

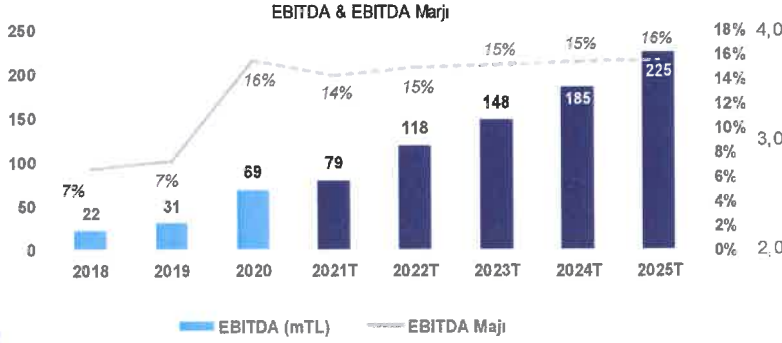
| Değer Çarpanları | |
|--------------------------|--------------------------|
| EV/EBITDA21/09-4Ç | 10,2x |
| F/K21/09-4Ç | 12,9x |
| PD/DD21/09 | 4,8x |
| EV/Satış21/09-4Ç | 1,6x |
| Net Borç/EBITDA21/09 | 0,7x |
| Piyasa Çarpanları | EV/EBITDA21/09-4Ç |
| Yurtiçi Çarpanlar | 15,2x |
| Yurtdışı Çarpanlar | 9,7x |
| Ana Pazar | 12,5x |
| Ulaştırma Endeksi | 11,1x |
| Beyaz Filo | 18,0x |
| Tureks | 12,3x |

| Piyasa Çarpanları | F/K21/09-4Ç |
|--------------------|-------------|
| Yurtiçi Çarpanlar | 23,9x |
| Yurtdışı Çarpanlar | 13,8x |
| Ana Pazar | 18,2x |
| Ulaştırma Endeksi | 13,8x |
| Tureks | 20,6x |



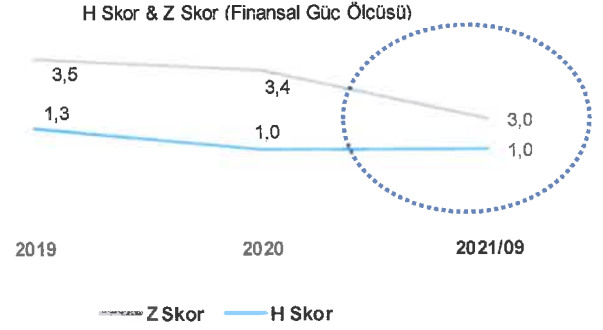
Yatırım Tezi

Grafik:1 2021'de gerileyen EBITDA marjının sonraki yıllarda tekrar 2020 seviyesine ulaşması öngörülmekte...



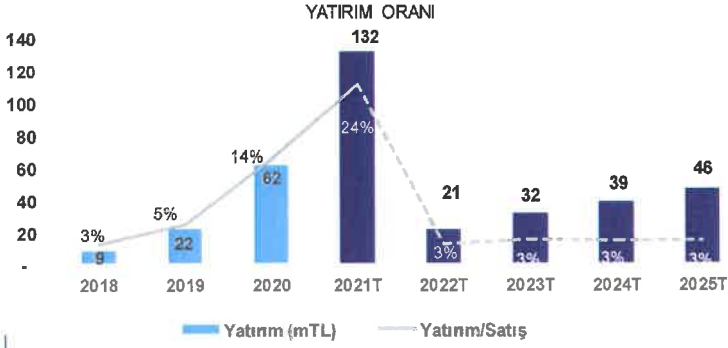
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2019-2021 döneminde güçlü mali veriler...



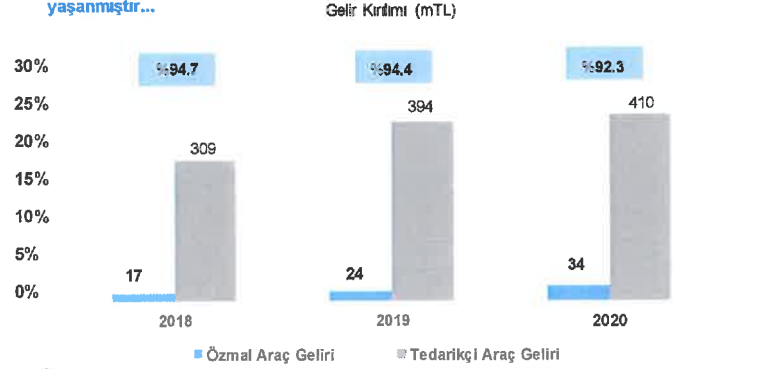
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risklerinin Tahmini, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Aköz

Grafik:3 2021 yılında uzaktan eğitim ve çalışmanın sona ermesi ve portföye giren yeni projelerin etkisiyle çoğunluğu yılın ikinci yarısında olmak üzere önemli bir taşıt yatırımı gerçekleştirilmiştir...



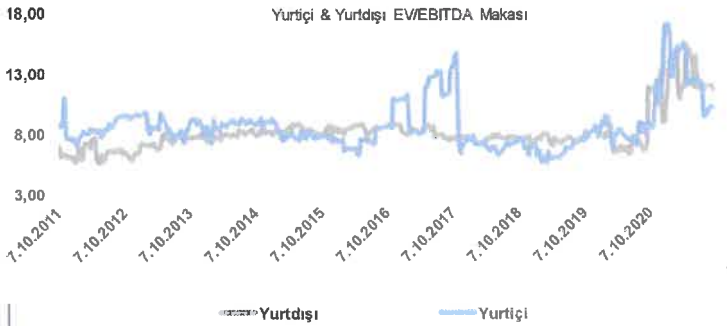
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 Şirket gelirlerinin önemli bir kısmı tedarikçilerden elde edilirken pandemi döneminde özmal araçlardan elde edilen gelirlerde artış yaşanmıştır...



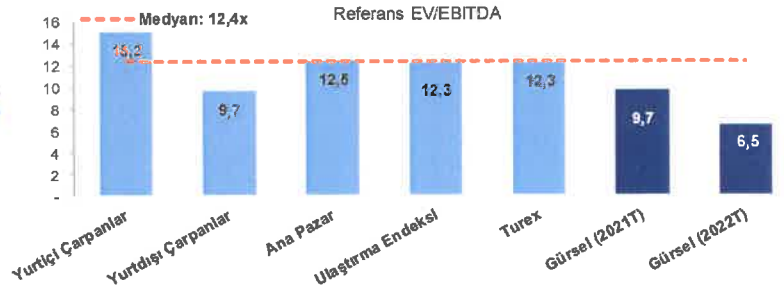
Kaynak: Şirket

Grafik 5: Yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtiçi şirket çarpanlarına yakın işlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, büyüme beklentisi, özkaynakların verimli kullanımı, borçluluk ve getiri açısından sektör şirketlerine göre oldukça güçlü bir konumda yer alıyor



10 yıllık yabancı para biriminde garanti edilen sözleşmeye ek olarak Gürsel Ürdün'ün aynı şehir ve ülkede söz konusu referans ile farklı projeleri de alma potansiyeli bulunmaktadır.

Likit ve enflasyona karşı koruma sağlayan taşıt portföyüne ek olarak enflasyonist ortamda Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkul ve plakaları değerlendirilmektedir

2021 yılının son çeyreğinde artan yakıt fiyatları nedeniyle tedarikçilere zam yapılmasına karşılık müşteri zamları 2022 yılına kaydırılmıştır. Bu durum 2022'de kar marjında artışa işaret etmektedir.

Olumlu değerlendirme görüşü. Şirket, 7.500'e yakın araç ile her gün yaklaşık 200.000 personel ve 40.000 öğrenciyi ve tüm ülke genelinde 300'ün üzerinde saygın ve seçkin kuruluşa hizmet veren Türkiye'nin önde gelen ulaşım operatörlerindedir. Şehir içi personel ve öğrenci taşımacılığı sektöründe yaklaşık 35 yıllık tecrübe ve taşımacılığın Türkiye'nin farklı noktalarında yapılıyor olması Şirket'i ön plana çıkarmaktadır. Şirket, güçlü EBITDA büyümesi, ortalamasının altında borçluluk, özkaynakların verimli kullanımı (yüksek ROE) ile sektörde ön plana çıkmaktadır. 2021/09 itibarıyla döviz açık pozisyonunda bulunmayan Şirket için pandemik baz etkisinin sürececek olması, ofislere dönüş ve okulların açılması, 2021 yılının ikinci yarısındaki yüksek yatırım ve kurla birlikte yapılan zamlar 2022 yılı için önemli bir büyüme hikayesi oluşturmaktadır.

Güçlü marka ön plana çıkmakta. Şirket'in nihai tüketiciye hitap edecek marka görünürlüğü halka arzda yatırımcı güveni için önemli bir algı olarak ortaya çıkmaktadır. Otobüs ve servislerde görülen Gürsel markasına ek olarak yıllarca Fenerbahçe sponsorluğunun da yapılması söz konusu güçlü marka algısı ve güven için bir zemin oluşturmuştur. Çok uluslu ve kurumsal şirketlerle uzun yıllara dayanan iş ilişkisi, sözleşme vadeleri ve sözleşme yenileme oranlarının yüksekliği marka gücünü destekler niteliktedir.

Gürsel Ürdün önemli bir potansiyel. Gürsel Ürdün 2019 yılında Ürdün hukukuna göre kurulmuş olup ana faaliyet alanı Ürdün'ün başkenti olan Amman'da Avrupa Yatırım ve Kalkınma Bankası tarafından finanse edilen Amman'daki toplu taşıma sisteminin geliştirilmesi kapsamında satın alınacak ve şehir içi toplu taşıma sistemine dahil edilecek otobüslerin işletilmesidir. Gürsel Ürdün ile Kamu otoritesi arasında imzalanan sözleşme kapsamında Gürsel Ürdün 2019 yılından başlamak üzere 5+5 yıl boyunca belediyenin mülkiyetinde bulunacak 286 adet toplu taşıma aracının işletilmesinden sorumlu olacaktır. Sözleşme kapsamında ilk etapta aylık en az 500 bin km taşıma yapma ve km başına sabit bir ücret ödeme garantisi verilmiştir. Gürsel Ürdün'ün son 4 çeyrekte konsolidasyona 7 m TL kar bıraktığı dikkat çekmektedir. Kurdaki artışın etkisi ve pandeminin azalması ile yılsonunda konsolidasyona 8 m TL; 2022'de ise 13 m TL net kar bırakacağı varsayılmaktadır. Gürsel Taşımacılık ile ilgili SPK akredite kurum tarafından yapılan değerlemede Gürsel Ürdün'ün 2020 verileri kullanılmış ve 23,8 m dolar değer tespiti yapılmıştır. Gürsel Taşımacılık'ın Gürsel Ürdün'e olan %51'lik iştirak payı ve cari dolar kuru dikkate alındığında Gürsel Turizm payına düşen değer ilgili rapora göre 127,4 m TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerlenen taşıt ve yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü. Şirket'in 2021/09 itibarıyla çoğunluğu arsalardan oluşan 42,8 m TL yatırım amaçlı gayrimenkulü bulunmaktadır. 2021 yılının son çeyreğinde artan kur nedeniyle oluşan enflasyonist ortamda şirketlerin özkaynak ve aktifleri değerlendirilmiştir. Şirketlerin kuruluş ve yatırım maliyetleri yüksek enflasyonla ciddi bir artış gösterirken 9 aylık bağımsız denetim raporu sonrası Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme firmasının hazırladığı değerlendirme raporunda yatırım amaçlı gayrimenkuller için 71 m TL değer tespit edilmiştir. Bağımsız denetim söz konusu değerlemeyi yılsonu mali tablolarında dikkate alacağını beyan ederken bu durum yılsonunda Gürsel Turizm'in önemli bir tutarda yatırım faaliyetlerinden kar yazacağı anlamına gelmektedir. Ek olarak Şirket yönetimine göre çoğunluğu taşıtlardan oluşan maddi duran varlıklarda değer artışı 200 m TL'yi aşacaktır. Gayrimenkul portföyünde oldukça likit ve enflasyona karşı koruma sağlayan taşıtların bulunması ve söz konusu dönemde taşıtlarda görülen değer artışı önemli bir avantaj olarak görülmektedir. Aynı şekilde Şirket portföyünde yer alan plakaların da yılsonunda kayda değer bir değer artışı sergileme potansiyeli bulunmaktadır.

Pandeminin baz etkisi ve artan fiyatlar. 2021 yılının ilk yarısında süregelen hafta sonu ve tam kapanma, uzaktan eğitim ve çalışma eğiliminin sonlanması ile yılın son çeyreği itibarıyla Şirket normalize gelir ve karlılığa ulaşmaya başlamıştır. Yılın son çeyreğindeki söz konusu baz etkisinin 2022 yılında tüm yıla yayılacak şekilde ortaya çıkması önemli bir büyümeye işaret etmektedir. Ayrıca yılın son çeyreğinde kurla birlikte gelen fiyat artışları da bu durumu destekler nitelikte 2022'de ön planda olacaktır.

Kar marjlarının artması beklenmekte

İzmir – İstanbul otoyolunun açılmasıyla birlikte daha da gelişen Balıkesir, Manisa, Bursa gibi illerde yatırımların planlanarak Şirket'ten beklenen teklifleri rekabetçi koşullarda sunmak hedeflenmektedir.

Şirket finansal borçlarının tamamının TL cinsinden olmasına karşın Gürsel Ürdün nedeniyle sağlanan döviz girdisi mevcut kur ortamında bir avantaj olarak görülmektedir.

Hizmet fiyatlarına yapılan yüksek zamlar gelirleri destekleyecek olup 2022 yılında net satış ve EBITDA'nın yönetim beklentilerine göre sırasıyla %44 ve %50'lik büyüme sergileyeceği beklenmektedir

Pandemide boşa çıkan tedarikçi sayısının artması karlılığı artıracak. Şirket'in okul servis hizmet gelirleri 2021 yılsonu tahmini net satışlardan %15 pay alacaktır. Geliri sadece okul servis hizmeti olan birçok teklif tedarikçisinin 2020 ve 2021 yıllarında okulların kapalı olması nedeniyle zor duruma düşmesi ya da müşteri kaybetmesi Gürsel Turizm için tedarikçi arzını artırmıştır. Bu durum söz konusu tedarikçilerin müşterilerinin portföye dahil edilmesini beraberinde getirirken tedarikçi bolluğu nedeniyle tedarikçi maliyetini aşağı çekerek kar marjlarını artırmaya başlamıştır. Tedarikçi arzının artması gelecek 2 yılda Şirket için brüt kar marjını destekleyecek önemli bir unsur olacaktır.

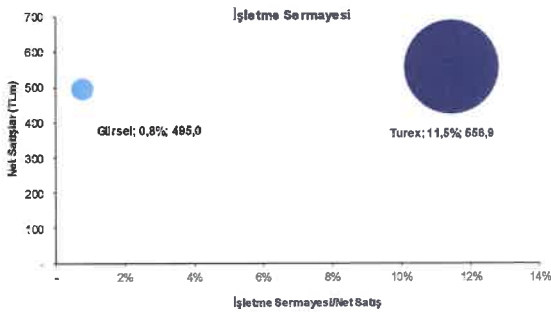
Penetrasyonun gelişme potansiyeli. İstanbul dışında sanayinin gelişmeye başlaması ile birçok şirketten servis hizmet talebi Gürsel Turizm'e iletilmektedir. Gürsel Turizm'in İstanbul'da portföyünde yer alan şirketlerin Anadolu yatırımları nedeniyle mevcut müşterilerden talep artışı yaşanmaktadır. Söz konusu şehirlerde plaka tahdidi olması ve plaka ve araç yatırımı için finansman gerekmesi Şirket için önemli bir engel olarak ortaya çıkmaktadır. Halka arz ile sağlanacak finansman Şirket'in İstanbul dışında yayılma politikası oluşturmasını beraberinde getirecek ve artan penetrasyon ile Şirket'in tüm Türkiye çapında bilinirliği güçlenecektir.

Güçlü finansallar. Şirket'in 2018-2021 dönemi finansalları incelendiğinde pandemiye ve 2018 kur şokuna rağmen gelirlerinde önemli bir artış görülmektedir. Bu dönemde verimlilik, araç takip, rota optimizasyonu ve yakıt tasarrufu yatırımlarına ek olarak iş yapma biçiminin değiştirilmesi ile zararına gerçekleştirilen projelerden çıkılması, karlı projelerde özmal yatırımlarının artırılması ile brüt kar marjı kayda değer bir oranda artırılmıştır. Şirket EBITDA'sı 2018-2021 döneminde yıllık bileşik %54 büyüme sergilerken şirketlerin mali tablolarının finansal güçlülük testlerini gerçekleştiren Altman Z skor, Fulmer H skor ve Springate S skor modellerinde Şirket'in finansal tabloları eşik değerlerin oldukça üzerinde yer almıştır.

2021 yılının ikinci yarısında güçlü araç yatırımı ve yüksek büyüme potansiyeli. Şirket özellikle 2021 yılının ikinci yarısında Eskişehir Arçelik projesi ve Tüpraş gibi Koç grubu şirketlerini 2021 yılında portföyüne katmaya başlamasıyla önemli bir yatırım atağına kalkmıştır. 2019 yılında 22 m TL olan toplam yatırım 2020 yılında 62 m TL'ye yükselirken çoğunluğu yılın ikinci yarısında olmak üzere Şirket 2021 yılını 132 m TL gibi önemli bir yatırım tutarı ile kapatacağıdır. Yatırımların kayda değer bir kısmının değeri artan taşıtlardan oluşması ve son çeyrekte araç fiyatlarında yaşanan artış Şirket için önemli bir emtia yatırımı anlamına gelmektedir. 2021 yılının son çeyreğinde hem okulların yeniden açılması ve hem de pandeminin etkisinin azalması ile 2022 yılında Şirket'in oldukça güçlü bir finansal performans göstereceği varsayılmaktadır. Bu durumda yeni araç yatırımlarının da etkisi büyük olacaktır. Başka bir deyişle gerçekleşen yatırım, pandeminin önemli oranda ortadan kalkacak olması, gerçekleşecek olan yüksek hizmet zamları ve 2021 yılının ikinci yarısında alınan büyük projeler 2022 yılında etkisini çok daha net bir şekilde gösterecektir.

İşletme sermayesi ihtiyacı düşük. Şirketlerin büyümesindeki en büyük engeller arasında işletme sermayesi ihtiyacı yatmaktadır. Büyümek ilave stok maliyeti ve alacak yükü getirirken genelde hammadde peşin ödendiği için bu durumun finanse edilmesi gerekmektedir. Gürsel Turizm, iş modeli gereği düşük stokla çalışmakta ve öğrencilerden alınan ön ödemeler ile kendini finanse edebilmektedir. Ayrıca Gürsel markasının araç tedarikçileri nezdindeki güçlü algısı, tedarikçilerin teklif olarak girmekte zorlanacağı ve teminat yatırılması gereken birçok kurumsal müşteride (Koç Grubu vb.) Gürsel Turizm'in hem sermayesi hem de kurumsal yapısının kaldıraç etkisi tedarikçi nezdinde Şirketi güçlü kılmakta ve ticari borçlardan finansmanı ön plana çıkarmaktadır.

Güçlü filo. Şirket'in sektörünün en yüksek özmal araç parklarından birine sahip olması, ülkedeki ekonomik dalgalanma dönemlerinde "güvenilir tedarikçi" statüsünü kuvvetlendirmektedir. Halka arzla birlikte, yapılacak olan özmal araç yatırımları ve plaka alımlarıyla, operasyonel hizmet ağının genişletilmesi, mevcut büyük ölçekli müşterilerin Türkiye genelindeki tesislerinde daha önce teklif verilemeyen bölgelerde yatırım yapılarak kazanılması yönünde güçlü potansiyel bir alan görülmektedir.



*Belirli büyüklüğe yitkilerdenimş satışları göstermektedir.

Riskler

Omicron önemli bir risk unsuru

Omicron varyantı. Pandemi döneminde özel okul ve üniversitelerin uzaktan eğitime geçmesi ve özel sektörde uzaktan çalışma Şirket'in gelirlerinde 2020 yılında önemli bir etkide bulunmuştur. Tam kapanma ve hafta sonu kapanmaları Şirket'in faaliyetleri için bir risk unsuru olarak görülmektedir. Her ne kadar pandeminin etkisinin azalacağı varsayılsa da 2022 yılında yenide kapanmaların başlama riski Şirket faaliyetleri için kayda değer bir risk olarak görülmektedir.

Yerel otoriteler tarafından alınan ulaşımaya yönelik kararlarda, gelecek hedeflerinde sapmalar yaşanma ihtimali bulunmakta

Yasal düzenlemeler. Belediyelerin plaka tahdidi uygulamaları Şirket için önem arz etmektedir. Eskişehir Arçelik projesinde şirkete plaka tahdidi uygulandığı için Şirket ilişkili taraflarından plaka kiralamak zorunda kalmıştır. Ayrıca şirketlerin filo yönetimi için toplam özmal araç sayısının maksimum 19 katı kadar tedarikçilerden araç filoya katılabilmektedir. Söz konusu plaka tahdidi ve 1:19 kuralının gelecekte değişmesi Şirket için bir risk unsuru olarak görülmektedir. Bu durum bir yandan da sektöre giriş bariyerini yükseltmekte ve rekabeti kısıtlamaktadır.

Politik riskler

Ürdün ile yaşanabilecek politik gerginlik. Konsolidasyonda yer alan Gürsel Ürdün'ün Ürdün'deki otobüs işletme projesi için 2019 yılından başlamak üzere 5+5 yıllık sözleşme imzalanmıştır. Bununla birlikte Türkiye-Ürdün arasında yaşanabilecek politik risk Şirket'in Ürdün operasyonlarına negatif yansıtılabilecektir.


Ölümlü kazalar marka algısını önemli oranda etkileyebilmekte

Marka algısının etkilenme riski. Sektörde otobüs ya da servislerin yaşayabileceği ölümlü kazalar şirketlerin marka algısını negatif etkilemekte ve söz konusu etkinin ortadan kalkması uzun sürebilmektedir. Bu minvalde Şirket ya da bağlı ortaklıklarında yaşanabilecek ciddi kazalar Şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir.

Anlaşma dönemleri sonrası meydana gelecek kur artışları kar marjlarını baskılayabilmekte

Tedarikçilerin kendi iş modellerini kurması. Kurumsal müşteriler için tekil tedarikçiler bir anlam ifade etmemektedir. Koç grubu ve diğer büyük müşteriler ile iş yapabilmek için belirli bir sermaye, marka gücü ve teminatın yatırılması gerekmektedir. Bu minvalde tedarikçiler kurumsal firmalarla çalışmak için Gürsel markasına ihtiyaç duymaktadır. Bununla birlikte pandemide birçok tekil tedarikçinin zor duruma düşmesi tedarikçi arzı yaratmış ve bu durum Gürsel Turizm'in müşteri portföyünü genişlettiği gibi tedarikçi bolluğu nedeniyle kar marjına da olumlu yansımıştır. Piyasalardaki düzelleme ile söz konusu marj aşağı yönlü baskılanabilir. Ayrıca merdiven altı piyasada rakiplerin artması yasal yükümlülüklerini yerine getiren Şirket'e göre ilave bir maliyet olarak ortaya çıkmaktadır.

Dönem içindeki kur artışlarının marjları negatif etkilemesi. Genel olarak yapılan anlaşmaların yıllık bazda olması nedeniyle anlaşma sonrası kurlarda meydana gelen artışlar yakıt maliyetlerini yukarı çekeceğinden kar marjlarını bir dahaki fiyat yenileme dönemine kadar aşağı yönlü baskılayabilmektedir. Bununla birlikte taşıma faaliyetlerinin önemli bölümünün tedarikçiler vasıtası ile yapılması ve tedarikçi araç taşımalarında sefer başına ödeme yapılması nedeniyle enflasyonist etkilerden dolayı oluşabilecek kar marjı daralmalarının sınırlı olması beklenmektedir.

 **Marka** – 7.462 araç ile her gün yaklaşık 200.000 personel ve 40.000 öğrenci ve 300'ün üzerinde saygın ve seçkin kuruluşa hizmet verilmekte

 **Büyüme** – 2022'de net satışlar ve EBITDA'da sırasıyla %46 ve %59'luk büyüme beklenmekte


 **Döviz Pozisyonu** – Finansal borçların tamamının TL cinsinden olmasına karşın Gürsel Ürdün nedeniyle sağlanan döviz girdisi


 **Yatırım** – Çoğunluğu 2021 yılının ikinci yarısı olmak üzere 132 m'n TL'lik yatırım gelecek yıl için büyük beklenti


Gürsel

 **Baz Etkisi** – 2021 yılının son çeyreğinde ofis ve okulların açılması 2022'de önemli bir baz etkisi anlamına gelmekte

 **Müşteriler** – Mercedes, Tüpraş, Arçelik, Fenerbahçe, LoWaikiki, Robert Koleji, Enka Okulları, Koç ve Sabancı Üniversitesi

 **Güçlü Finansallar** – Altman Z, Springate S ve Fulmer H skorları gibi iflas modellerinde finansallar başarılı sonuçlar üretti.

 **Varlık Portföyü** – Enflasyonist ortamda değeri artan yatırım amaçlı gayrimenkul, araç plakaları ve emtia olarak görülen taşıt portföyü

 **Gürsel Ürdün** – 5+5 yıllık yabancı para biriminde garanti edilen sözleşmeye ek olarak Gürse Ürdün'ün aynı şehir ve ülkede söz konusu referans ile farklı projeleri de alma potansiyeli bulunmaktadır.

Halka Arz Hikayesi

Güçlü Gürsel markası; 2021 yılında yapılan 132 m'n TL'lik yatırımın 2022 beklentisi; 2021 yılının ikinci yarısında alınan Tüpraş ve Arçelik ile Koç Grubun'a giriş yapılması; 2018-2021 döneminde yıllık bileşik %54'lük EBITDA büyümesi; halka arz finansmanı ile İstanbul dışı şehirlerde penetrasyonun artacak olması; Artan kur ortamında dövizli kredilerin olmamasına karşın Gürsel Ürdün'den döviz girdisi elde edilmesi; Enflasyonist ortamda değeri artan varlık portföyü, 2022 yılında yapılan yüksek hizmet zamları



Şirket arzdan elde edeceği kaynağın %70'ini planlanan yatırımların finansmanında, %20'lik kısmını ise kısa vadeli banka kredilerinin kapatılmasında kullanmayı planlamaktadır. Kalan %10'luk kısım işletme sermayesi ihtiyacında değerlendirilecektir.

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 919 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 718 mn TL değere ulaşılmıştır

Yılın son çeyreğinde başlayan enflasyonist ortam nedeniyle son 4 çeyrek EBITDA verileri yerine 2022 yılında beklenen EBITDA tahmini değerlendirilmede daha fazla önem arz etmektedir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2021 ve 2022'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 9,7x ve 6,5x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

Duyarlılık analizinde şirket değer aralığı 534 mn TL ve 1.288 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%21,9 halka arz iskontosu. Gerek 2021 yılında gerekse de 2022 yılında yapılacak yatırım etkisini şirket değerine yansıtabilme adına İNA yöntemine %50 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da değerlendirmeye dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken elde edilen değere %21,9 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modelleri ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

| Değerleme Özeti | Değer (mTL) | Ağırlık | Pay Başı Değer (TL) |
|----------------------------|---------------|---------|---------------------|
| Metodolojiler | | | |
| İNA | 847 | 50,00% | 9,7 |
| Ana Pazar | 944 | 10,00% | 10,9 |
| Ulaştırma Endeksi | 777 | 10,00% | 8,9 |
| Yurtdışı Benzerler | 806 | 10,00% | 9,3 |
| Yurtiçi Benzerler | 1.213 | 20,00% | 13,9 |
| Hedef Değer (TL) | 919 | | 10,56 |
| Halka Arz İskontosu | -21,9% | | |
| Adil Değer (TL) | 718 | | 8,25 |

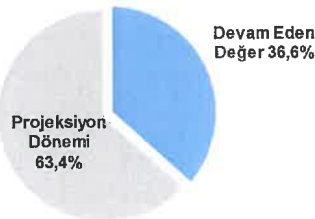
| Değer Çarpanları | 2021T | 2022T |
|------------------|-------|-------|
| EV/EBITDA | 9,7 | 6,5 |
| F/K | m.d. | m.d. |
| EV/Net Satış | 1,4 | 1,0 |
| PD/DD | m.d. | m.d. |

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı ile iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %63,4'ü projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 577-780 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 534 mn TL ve 1.288 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı



Şirket Profili

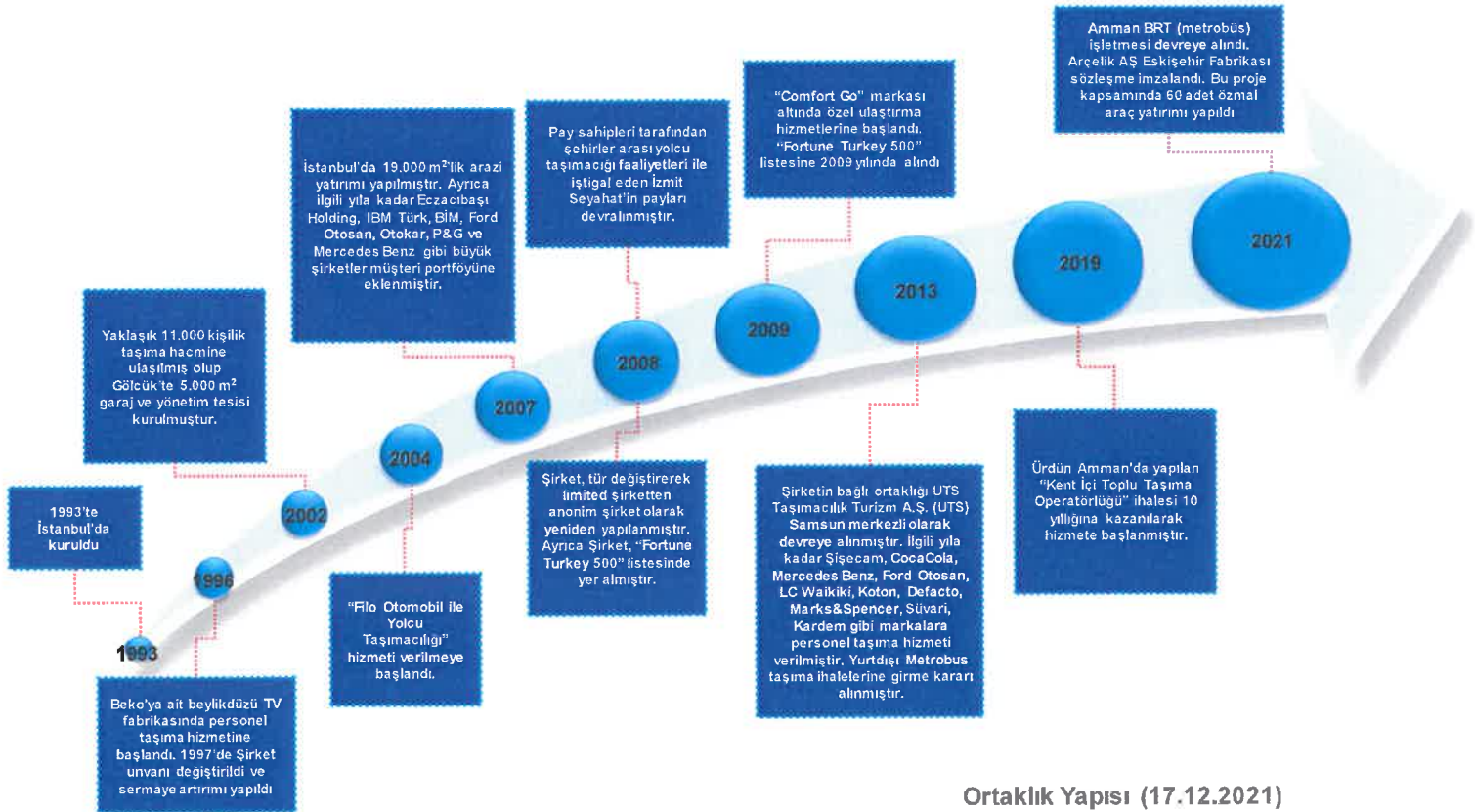
Şirket, 2008 yılında Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş. olarak tür ve unvan değiştirmiştir

10.000.000 adet A grubu imtiyazlı payların tamamı Levent Birant'a aittir

Şirket'in sermayesi Haziran 2021'de 18,6 mn TL'si nakden kalan kısmı iç kaynaklardan olmak üzere 87 mn TL'ye artırmıştır

1993 yılında kuruldu. Şirket, Gürsel Tur Taşımacılık ve Servis Ticaret Ltd. unvanıyla 1993 yılında kurulmuştur. İstanbul merkezli Şirket'in 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 verilmektedir. Şirket'in sürücülü araç kiralama hizmetleri daha çok sürücülü binek, minibüs, otobüs kiralama hizmeti olarak tarif edilebilen, müşterilerin özel transfer hizmetlerini gerçekleştirildiği bir taşıma türüdür. 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.

Ana ortaklar. Gürsel Turizm'in 87.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %40'lık kısmına karşılık gelen 34.800.000 TL nominal değerli paylar Levent Birant'a, %40'lık kısmına karşılık gelen 34.800.000 TL nominal değerli paylar İsmail Bülent Birant'a, %10'luk kısmına karşılık gelen 8.700.000 TL nominal değerli paylar Hüner Fethi Gündüz'e, %10'luk kısmına karşılık gelen 8.700.000 TL nominal değerli paylar Türker Karahasan'a aittir.



Ortaklık Yapısı (17.12.2021)

| Ortaklık Yapısı (TL) | 17.12.2021 | |
|----------------------|-------------------|-------------|
| Ortaklar | Nominal | Oran |
| Levent Birant | 34.800.000 | 40,0% |
| İsmail Bülent Birant | 34.800.000 | 40,0% |
| Hüner Fethi Gündüz | 8.700.000 | 10,0% |
| Türker Karahasan | 8.700.000 | 10,0% |
| Toplam | 87.000.000 | 100% |



Şirket Profili

Toplam filosundaki araçların %92'sine tekabül eden 6.866 adetlik kısmı sözleşmeli, 596 adetlik kısma tekabül eden %8'lik kısmı ise özmal araçlardır

Şirket, teknoloji üretimini artırmak adına "İş Geliştirme" birimi kurmuştur

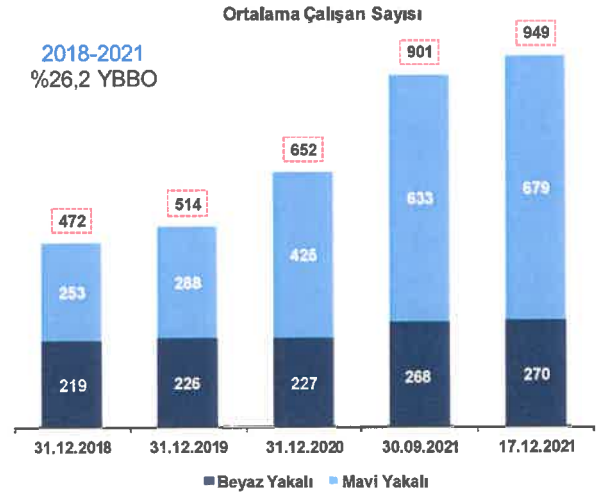
SAP yatırımı gerçekleştirildi

7.462 araçlık güçlü filo. Şirket'in merkez bina dışında muhtelif tarihlerde açılmış Gebze, Ankara, Bafra, Eskişehir, İzmir, Kırıkkale, Samsun ve Yenibosna Şubesi olmak üzere 8 şubesi bulunmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla 7.462 araçlık toplam filosu (sözleşmeli + özmal) ile personel ve öğrenci taşımacılığı hizmeti, "İzmit Seyahat" markasıyla şehirlerarası taşımacılık hizmeti ve dolaylı bağlı ortaklığı olan Jordanian-Turkish Company for Managing and Operating Public Transport Buses aracılığıyla da Ürdün Amman'da 135 araçlık filosuyla şehir içi toplu taşıma hizmetini yürütmektedir. Anılan hizmetlerin yanı sıra Şirket, "Comfort Go" markası altında yurt içinde havaalanı transferi, özel transfer, grup transfer hizmetleri, araç kiralama ve kişiye özel gezi hizmetleri sunmaktadır. Şirket, toplam filosundaki araçların 6.748 adedini aktif, düzenli olarak kullanmaktadır. Şirket, toplam filosundaki araçların 6.704 adedini aktif, düzenli olarak kullanmaktadır. Şirket ağırlıklı olarak Marmara Bölgesi'nde faaliyetlerini sürdürmektedir.

Yurtdışı operasyonlar. Ürdün'ün başkenti Amman'da yapılan "Kent İçi Toplu Taşıma Operatörlüğü" ihalesi 5+5 yıllığına kazanılarak hizmete başlanmıştır. "Gürsel Otobüs" markası kullanılarak 2019 yılında başlayan operasyonun 1. Fazında mülkiyeti Amman Belediyesi'ne ait, 135 araç ve 400 personel ile 57 güzergâhta hizmet verilmektedir. Projenin 2. fazının 2022'de başlaması planlanmakta olup 2. fazın da 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. Bunların 333 adedi İstanbul, 60 adedi Eskişehir'i, 45 adedi Kocaeli, geri kalanı Samsun, İzmir, Kırıkkale ve Ankara plakalı araçlardan oluşmaktadır. Teknolojiye önem veren ve bu yönde yatırımlarını sürekli kılma yönünde gayretini sürdüren Şirket'in tüm faaliyetleri tek ekran üzerinden izlenebilmektedir. SAP modüllerinin tamamını kullanarak, üstün bir raporlama, bütçe yönetimi, operasyonel faaliyetlerin yönetildiği "portal" ekranları, mobil sistemleri çalıştıran bir tümleşik ERP kullanılmaktadır. Şirket, Türkiye'de SAP'nin karayolu yolcu taşımacılığı sektöründe tek referans konumundadır. Şirket'in hizmet çeşitliliği ve müşteri memnuniyeti adına başlıca mobil uygulamaları "Personel Servisi", "Öğrenci Servisi", "Tedarikçi Yönetimi", "Comfort-Go Filo Taşımacılık" olarak sıralanmaktadır. Ek olarak Üniversite Biletli Yolcu Taşımacılık Sistemi, Biletleme, Online Para Yükleme, Araç İçi Kart Okuma Sistemleri, Rezervasyonlu Ulaşım Altyapısı ve Rota Optimizasyon Programı özel geliştirilen uygulamalar arasındadır.

Plakaların Dağılımı (10.12.21)

| Plaka Seri No | Şehir | Adet |
|---------------|-----------|------------|
| 34 Plaka | İstanbul | 333 |
| 26 Plaka | Eskişehir | 60 |
| 41 Plaka | Kocaeli | 45 |
| 55 Plaka | Samsun | 25 |
| 35 Plaka | İzmir | 6 |
| 71 Plaka | Kırıkkale | 2 |
| 06 Plaka | Ankara | 1 |
| Toplam | | 472 |



Şirket Profili

Gürsel Turizm, Gürsel Taşımacılık'ın %100'ünü 2021 yılında satın aldı

Gürsel Taşımacılık, Gürsel Ürdün'ün %51'ine sahip olmakla birlikte tam konsolidasyon gerçekleştirilmemiştir.

Bağlı ortaklık ve iştirakler. Gürsel Taşımacılık, Gürsel Turizm'in %100 oranında bağlı ortaklığıdır. Şirket, 25.06.2021 tarihinde şirketin mevcut ortaklarının pay sahibi olduğu Gürsel Taşımacılık hisselerinin %100'ünü 75.000.000 TL bedel üzerinden devir alırken, hisse alımı öncesinde Aday Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından hazırlanan raporda şirketin değeri 75.627.954 TL olarak tespit edilmiştir. Şirket daha çok Gürsel Turizm'in doğrudan gerçekleştirmediği servis taşımacılığı faaliyetlerini üstlenmekte ve bu işlerde Gürsel Turizm'i taşıeron olarak kullanmaktadır. Şirketin en önemli gelir kaynağı olan ve sermayesinin %51'ine sahip olduğu yurtdışındaki iştiraki Jordanian-Turkish Company for Managing and Operating Public Transport Buses'dir. Söz konusu iştirakin esas faaliyeti, Ürdün'ün başkenti Amman'daki Avrupa Yatırım ve Kalkınma Bankası tarafından finanse edilen toplu taşıma sisteminin geliştirilmesi kapsamında satın alınacak ve şehir içi toplu taşıma sisteminin dahil edileceği otobüslerin işletilmesidir. GT Anadolu Toplu Taşımacılık ve Turizm A.Ş., 2021 yılı Mayıs ayında Eskişehir merkezli kurulan yeni bir şirket olup, şirket sermayesinin %100'ü Gürsel Turizm'e aittir. Şenol Turizm Taşımacılık ve Ticaret A.Ş., finansal tabloları önemli ölçüde etkilememesi nedeniyle, konsolide finansal tablolarda konsolidasyon dışı bırakılmış ve söz konusu şirketin finansal yatırım tutarı, konsolide finansal tablolarda karşılık ayrılarak kapatılmıştır.

İlişkili taraflar. Gürsel Turizm, herhangi bir gruba dahil olmamakla birlikte ana ortaklarının ortak olduğu Mobisis İletişim Mühendislik Elektronik Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş., Birant Toplu Taşıma ve Araç Bakım Hizmetleri Ltd. Şti., Efe Tur Özemniyet Taşımacılık Petrol Otomotiv Yedek Parça Turizm Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. ve Mobisis Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş. ile ilişkili taraf konumundadır.

Bağlı Ortaklıklar

2021/09

| Ticaret Unvanı | Sermayesi | Gürsel Taşımacılık'ın Payı (%) | Faaliyet Alanı | Kurulduğu Ülke |
|---|-------------|--------------------------------|--|----------------|
| İzmit Seyahat Taşımacılık İnşaat ve Turizm Hizmetleri LTD | ₺ 2.000.000 | 99,00 | Şehirlerarası Kara Yolu Yolcu Taşımacılığı | Türkiye |
| UTS Taşımacılık Turizm AŞ | ₺ 500.000 | 99,60 | Personel ve Öğrenci Servis Taşımacılığı | Türkiye |
| Gürsel Taşımacılık Servis ve Turizm Ticaret AŞ * | ₺ 100.000 | 100,00 | Personel ve Öğrenci Servis Taşımacılığı | Türkiye |
| GT Anadolu Toplu Taşımacılık ve Turizm AŞ ** | ₺ 100.000 | 100,00 | Personel ve Öğrenci Servis Taşımacılığı | Türkiye |
| Şenol Turizm Taşımacılık ve Ticaret AŞ *** | ₺ 350.000 | 96,00 | Seyahat Acenteliği | Türkiye |
| Jordanian-Turkish Company for Managing and Operating Public Transport Buses | JOD 500.000 | 51,00 | Şehir içi Otobüs Taşımacılığı | Ürdün |

İlişkili Taraflar

30.09.2021

| Şirket Unvanı | Faaliyet Gösterdiği Ülke | Faaliyetleri | Sermayesi (TL) |
|--|--------------------------|---|----------------|
| Mobisis İletişim Mühendislik Elektronik Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş. | Türkiye | Telekomünikasyon Şebeke ve Ağlarının Bakım ve Onarımı | 350.000 |
| Birant Toplu Taşıma ve Araç Bakım Hizmetleri Ltd. Şti. | Türkiye | Şehir İçi Yolcu Taşımacılığı | 50.000 |
| Efe Tur Özemniyet Taşımacılık Petrol Otomotiv Yedek Parça Turizm Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. | Türkiye | Şehirler Arası Yolcu Taşımacılığı | 34.470.000 |
| Mobisis Telekomünikasyon Hizmetleri A.Ş. | Türkiye | Telekomünikasyon Şebeke ve Ağlarının Bakım ve Onarımı | 100.000 |

Yönetici Kadrosu

Levent Birant
YK Başkanı,
Genel Müdür

- ▶ 1960 Ankara doğumlu, Marmara Üniversitesi Mali Bilimler Fakültesi Maliye mezunudur. İstanbul Ticaret Odası 22 no'lu şehir içi yolcu taşımacılığı sektör meclis üyesi, TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği) yolcu taşımacılık sektör üyesi, İSTAB (İstanbul Taşımacılar Birliği Derneği) kurucu üyeliği ve aynı zamanda Fenerbahçe Spor Kulübü kongre üyesidir.

İsmail Bülent
Birant
YK Başkan Vekili

- ▶ 1953, Ankara, Haymana doğumlu, Haydarpaşa Sanat okulu mezunudur. İSTAB (İstanbul Taşımacılar Birliği Derneği) kurucu üyeliği devam etmektedir. Kendisi 1968 yılından beri sektöre içerisindedir.

Hürer Fethi
Gündüz
YK Üyesi

- ▶ 1974 İstanbul doğumlu, Koç Üniversitesi Ekonomi mezunudur. Gençlik Hizmetleri ve Kültür Vakfı Yönetim Kurulu Başkanı olan Hürer Fethi Gündüz aynı zamanda Özel İrmak Okulları Yönetim Kurulu Üyesi'dir. İngilizce ve Özbekçe bilmektedir.

Türker Karahasan
YK Üyesi

- ▶ 1961 Giresun doğumludur. Yıldız Üniversitesi Elektronik ve Haberleşme Mühendisliği Fakültesi mezunudur. Yurt dışı ve yurt içinde Telekom sektöründe mühendis olarak çalıştıktan sonra 2000 yılından itibaren insan taşımacılığı sektöründe ve yurt dışı toplu taşıma alanlarında yönetici ortak olarak çalışmaktadır. İngilizce, İspanyolca ve Arapça bilmektedir.

Recep Türker
Birant
YK Üyesi

- ▶ 1991 doğumlu, olan Recep Türker Birant, 15 yıldır Gürsel Turizm'de görev almakta olup, 2021 yılı Aralık ayı itibarıyla yönetim kurulu üyesi olarak görevine devam etmektedir.

Faaliyet Alanları



Öğrenci
Taşımacılığı



Personel
Taşımacılığı



Sürücülü
Araç Kiralama



Şehir İçi Toplu
Taşımacılık



Şehirler Arası
Ulaşım

REFERANSLAR

| Bazı Referans Müşteriler | | Bazı Referans Eğitim Kurumları | |
|--------------------------|-------------------|---|-----------------------------------|
| Arçelik | THY | Enka Okulları (2006) | Açı Okulları Tüm Kampüsler (2020) |
| BP Petrolleri | TÜPRAŞ | Hisar Okulları (2006) | Özel İzmir Amerikan Lisesi (2021) |
| CocaCola | Veksan Aydınlatma | Robert Kolej (2006) | Özel İzmir Sev Anaokulu (2021) |
| Doğadan | Vivense | Özel Sev Amerikan Lisesi (2017) | Özel İzmir Sev İlkokulu (2021) |
| Eti | Yapı Kredi | Özel Üsküdar Sev İlköğretim (2018) | Özel İzmir Ortaokulu (2021) |
| Ford Otosan | | Özel Üsküdar Sev Ortaokul (2019) | Sabancı Üniversitesi (1999) |
| Fox TV | | Özel Sev Anaokulu (2018) | Koç Üniversitesi (2020) |
| IBM Türk | | Alev Okulları (2018) | İşık Üniversitesi (Şile) (2016) |
| LC Waikiki | | Sajev Özel Küçük Prens Okulları (2018) | Özyeğin Üniversitesi (2014) |
| Marks&Spencer | | Özel Sainte Pulcherie Fransız Lisesi (2018) | |
| Mercedes Benz | | Ulus Özel Musevi Lisesi (2006) | Sponsorluk Anlaşmaları |
| Koç Holding | | Avusturya Lisesi (2007) | Fenerbahçe Spor Kulübü |
| P&G | | İzmir Takev Alman İlköğretim Okulu (2012) | |
| Sabancı Holding | | İzmir Takev Alman Lisesi (2012) | |
| Starbucks | | MEF Okulları İzmir International (2018) | |

Müşteri & Tedarikçiler

Toplamda 300'den fazla özel ve kamu kuruluşuna hizmet verilirken ilk 10 müşterinin ciro içindeki payı %30'un altında

Fenerbahçe Spor kulübünün resmi ulaşım tedarikçisi

Öğrenci taşımacılığında 15 yılı aşkın tecrübe

Koç ve Sabancı Üniversiteleri ile Robert Koleji ve Enka Okulları müşteriler arasında

2013 yılından beri uluslararası ihalelere katılım sağlanmakta

İlk 10 tedarikçinin toplam içerisindeki yoğunluğu %30'un altında olmakla birlikte çeşitlendirilmesi oldukça kolay olan benzin tedarikçilerini kapsam dışı bıraktığımızda tedarikçi yoğunluğu daha da düşmektedir.

Ulusal ve çok uluslu firmalardan oluşan müşteri portföyü. Şirket gelirlerinin yaklaşık %70'den fazlası personel taşımacılığından elde edilirken gelirden bir diğer önemli hizmet ise öğrenci taşımacılığı hizmetleridir. Personel taşımacılığı anlamında Şirket'in müşteri portföyü çoğunluklu olarak organize sanayi bölgelerinde yer alan fabrikalar, ulusal ve çok uluslu şirketlerden meydana gelmektedir. Şirket faaliyete başladığı 1993 yılından bu yana hizmet verdiği şirketler arasında Beko, Arçelik, Eczacıbaşı, IBM Türk, BLM, Fenerbahçe Spor Kulübü, Ford Otosan, Şişecam, Camiş Ambalaj, Paşabahçe Fabrikaları, Eskişehir Büyükşehir Belediyesi, Koç Topluluğu'nun önemli üretim merkezleri arasında yer alan Otokar ve Otoyol Fabrikaları, Mercedes Benz, Ericsson, Coca-Cola, BAT, Migros, Esbaş Organize Sanayi Bölgesi, BP Petrolleri şirketleri, Türk Hava Yolları, Sahil Güvenlik Komutanlığı, Devlet Su İşleri, Yurtkur, Orman İşletme Bölge Müdürlüğü, LC Waikiki, Koton, Defacto, Marks&Spencer, Süvari, Kardem, Yapı Kredi Bankası-Anadolu Yakası ve Starbucks gibi Türkiye'nin tanınır çok sayıda firması bulunmaktadır. 2021 yılının ikinci yarısında Şirket için iki büyük sözleşme imzalanmıştır. Yapılan bu sözleşmeler, Eskişehir Arçelik fabrikasının ve Kırıkkale Tüpraş fabrikasının personel servis taşıma işinin Şirket tarafından yapılmasını içermektedir. İşbu rapor tarihi itibarıyla Şirket, aralarında Koç Grubu Şirketleri, Fenerbahçe Futbol A.Ş., Sabancı Grubu şirketleri, Eczacıbaşı Grubu şirketleri, Mercedes Benz Türk A.Ş., LC Waikiki, IBM, P&G, Toyota, Coca-Cola, Allianz, Evyap gibi önemli markalar ile ilköğretimden üniversiteye kadar muhtelif eğitim kurumlarının da bulunduğu toplamda 300'den fazla özel ve kamu kuruluşuna hizmet vermektedir.

Öğrenci taşımacılığında 15 yılı aşkın tecrübe. 15 yılı aşkın süredir öğrenci taşımacılığı alanında hizmet veren Gürsel Turizm, 1999 yılında sadece 2 üniversite ile girdiği öğrenci taşımacılığına, 2006 yılında bünyesine kattığı 5 kolej ile zenginleşmiştir; üniversiteler dahil 30'a yakın eğitim kurumunun yaklaşık 40'a yakın kampüsünde öğrencilerin ulaşım ihtiyaçlarını karşılamıştır. Şirket'in hizmet verdiği üniversiteler arasında Sabancı ve Koç gibi Türkiye'nin tanınır üniversiteleri yer alırken hizmet verilen ilkokul ve Liseler arasında ise Türkiye'nin bilinirliği yüksek okullarından Robert Koleji ve Enka Okulları yer almaktadır.

Müşteri yoğunlaşması riski düşük. İlk on müşterinin satış içindeki payı 2021/09 itibarı ile %30'un altında olmakla birlikte pandeminin etkisinin azalması ve okulların açılmaya başlaması ile söz konusu oranının daha da düşmesi beklenmektedir. Bu anlamda müşteri yoğunlaşma riskinin olmadığı ifade edilebilir.

Habitat organizasyonunda resmi ulaşım tedarikçisi. 1996 yılında, İstanbul'da gerçekleşen, ülkemizin tanıtımında çok önemli bir organizasyon olan Habitat II İstanbul Konferansı'nın resmi ulaşım tedarikçisi olarak Şirket, tüm organizasyonun ulaşımını sorunsuz olarak sağlamıştır.

2013 yılından bu yana uluslararası ihalelere katılım arttı. 2013 yılından itibaren Şirket'in uluslararası sektör oyuncuları arasında tanınırlık seviyesi artmış ve Orta Doğu ve Avrupa'da toplu taşıma özelleştirme ihalelerine katılım göstermeye başlamıştır. 2013 yılında, Suudi Arabistan'ın başkenti Riyad'da yapılan Kent İçi Toplu Taşıma İhalesi'ne Arabistan'ın en büyük gruplarından El-Seif ile ortak girişim olarak katılan Şirket, bu yönüyle kendisine hedef koyduğu Uluslararası Ulaşım Operatörlüğü'nde ilk adımını uluslararası bir ihaleye teklif vermek suretiyle atmıştır. Bu kapsamda Riyad, Bahreyn, Dubai, Islamabad, Mekke, Bultan, Volgograd, Kherson ve Amman gibi şehirlerde ihalelere katılım sağlayan Şirket sonrasında Orta Doğu ve Avrupa'da gerçekleşen toplu taşıma özelleştirme ihalelerine katılım göstermiştir.

Tedarikçi yoğunluğu riski düşük. Sektörde yapısı gereği irili ufaklı çok sayıda firma bulunmaktadır. Ek olarak sektörde herhangi bir firmaya bağlı olmaksızın kendi araçları ile personel taşımacılığı yapmaya çalışan çok sayıda araç sahibi de bulunmaktadır. Bu nedenle tedarikçi temini anlamında herhangi bir yoğunlaşma riski görülmektedir. Nitekim tedarikçilerin toplam SHM içerisindeki payları incelendiğinde 2019 yılı ve sonrasında ilk 10 tedarikçinin toplam SHM içindeki payının %30'un altında olduğu dikkat çekmektedir.

Gelir Bazlı Müşteri Sıralaması

| | 2018 | 2018 | 2019 | 2021/09 |
|---------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1. Müşteri | 28.663.775 | 37.871.792 | 61.468.289 | 61.463.506 |
| 2. Müşteri | 17.066.235 | 23.417.634 | 24.414.125 | 18.510.541 |
| 3. Müşteri | 7.833.606 | 9.759.222 | 11.123.448 | 14.997.106 |
| 4. Müşteri | 7.566.823 | 13.047.516 | 9.534.785 | 9.420.526 |
| 5. Müşteri | 6.639.732 | 7.343.402 | 16.069.341 | 7.658.566 |
| 6. Müşteri | 6.394.483 | 6.639.798 | 9.231.566 | 9.559.807 |
| 7. Müşteri | 5.749.365 | 6.418.848 | 13.023.549 | 10.184.476 |
| 8. Müşteri | 5.018.170 | 7.456.225 | 9.528.553 | 7.348.016 |
| 9. Müşteri | 4.954.047 | 6.416.460 | 8.912.256 | 7.662.950 |
| 10. Müşteri | 3.944.206 | 9.736.372 | 7.857.498 | 8.172.638 |
| Toplam | 93.830.441 | 128.107.269 | 171.163.410 | 154.978.132 |
| Toplam ciro | 325.952.198 | 417.818.716 | 444.525.005 | 365.853.808 |
| İlk 10 Müşteri Payı | 28,8% | 30,7% | 38,5% | 42,4% |
| İlk 5 Müşteri Payı | 20,8% | 21,9% | 27,6% | 30,6% |

Maliyet Bazlı Tedarikçi Sıralaması

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021/09 |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 1. Tedarikçi | 7.286.532 | 8.674.984 | 20.379.491 | 16.250.943 |
| 2. Tedarikçi | 3.054.005 | 6.465.093 | 9.337.973 | 13.772.035 |
| 3. Tedarikçi | 4.324.165 | 5.212.621 | 9.217.932 | 11.581.493 |
| 4. Tedarikçi | 2.386.721 | 4.025.713 | 7.642.233 | 10.845.767 |
| 5. Tedarikçi | 2.136.955 | 3.155.745 | 6.571.186 | 6.550.646 |
| 6. Tedarikçi | 2.067.373 | 2.694.915 | 3.326.601 | 5.186.930 |
| 7. Tedarikçi | 1.249.783 | 2.651.410 | 2.427.479 | 5.078.559 |
| 8. Tedarikçi | 1.112.496 | 2.565.905 | 2.329.095 | 4.904.745 |
| 9. Tedarikçi | 716.218 | 1.455.354 | 2.309.936 | 4.785.335 |
| 10. Tedarikçi | 570.792 | 1.374.972 | 1.519.049 | 4.144.122 |
| Toplam | 24.905.040 | 38.276.714 | 65.060.974 | 83.100.574 |
| Toplam Alışlar | 289.093.200 | 375.431.843 | 379.796.570 | 349.297.614 |
| İlk 10 Tedarikçi Payı | 8,6% | 10,2% | 17,1% | 23,8% |
| İlk 5 Tedarikçi Payı | 6,6% | 7,3% | 14,0% | 16,9% |

Hali Hazırda Taşımacılığı Yapılan Okullar

| İlk Öğretim Okulları & Liseler | Başlangıç | Bitiş |
|--|-----------|--------------|
| MEV Büyükçekmece Okulları | 2010 | Devam Ediyor |
| MEV İzmir Okulları | 2010 | Devam Ediyor |
| MEV İzmir Bomova Okulları | 2020 | Devam Ediyor |
| MEV Ankara Okulları | 2011 | Devam Ediyor |
| Darüşşafaka eğitim kurumları | 2010 | Devam Ediyor |
| Özel Enka Teknik Okulları (Gebze) | 2009 | Devam Ediyor |
| Okan Eğitim Kurumları | 2011 | Devam Ediyor |
| Okan Eğitim Kurumları (Ataşehir) | 2018 | Devam Ediyor |
| İzmir Takev Alman İlköğretim Okulu (Narlıde) | 2012 | Devam Ediyor |
| İzmir Takev Alman Lisesi (Sahil eveleri) | 2012 | Devam Ediyor |
| MEF Okulları İzmir International | 2018 | Devam Ediyor |
| Açı Okulları (Bahçeköy-Akatlar-Levent-Kem) | 2020 | Devam Ediyor |

Hali Hazırda Taşımacılığı Yapılan Okullar

| İlk Öğretim Okulları & Liseler | Başlangıç | Bitiş |
|--------------------------------------|-----------|--------------|
| Enka Okulları | 2006 | Devam Ediyor |
| Hisar Okulları | 2006 | Devam Ediyor |
| Robert Kolej | 2006 | Devam Ediyor |
| Özel Sev Amerikan Lisesi | 2017 | Devam Ediyor |
| Özel Sev Amerikan İlköğretim | 2018 | Devam Ediyor |
| Özel Sev Amerikan Ortaokul | 2019 | Devam Ediyor |
| Özel Sev Anaokulu | 2018 | Devam Ediyor |
| Alev Okulları | 2018 | Devam Ediyor |
| Sajev Özel Küçük Prens Okulları | 2018 | Devam Ediyor |
| Özel Sainte Pulcherie Fransız Lisesi | 2018 | Devam Ediyor |
| Ulus Özel Musevi Lisesi | 2006 | Devam Ediyor |
| Avusturya Lisesi | 2007 | Devam Ediyor |
| MEV Basınköy Okulları | 2010 | Devam Ediyor |

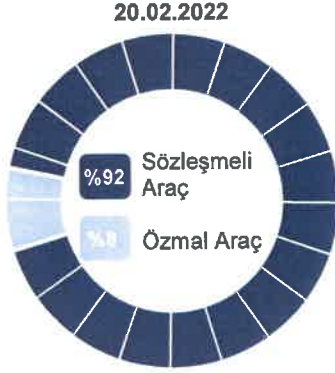
Hali Hazırda Taşımacılığı Yapılan Üniversiteler

| Üniversiteler | Başlangıç | Bitiş |
|----------------------------|-----------|--------------|
| Sabancı Üniversitesi | 1999 | Devam Ediyor |
| Koç Üniversitesi | 2019 | Devam Ediyor |
| Bahçeşehir Üniversitesi | 2021 | Devam Ediyor |
| Okan Üniversitesi | 2007 | Devam Ediyor |
| Işık Üniversitesi (Şile) | 2016 | Devam Ediyor |
| Işık Üniversitesi (Maslak) | 2016 | Devam Ediyor |
| Özyeğin Üniversitesi | 2014 | Devam Ediyor |
| Yaşar Üniversitesi | 2020 | Devam Ediyor |

Özel okul & üniversite taşımacılığı segmentinin bazı önemli müşterilerinin kırılımı yandadır.

Satışlar

Olağanüstü durumlarda dahi verilen hizmet kalitesinde aksama yaşanmaması için filodaki araçların bir kısmı yedek tutulmakta



Ulaşım sektörü pandemiden en çok etkilenen sektörlerden olsa da Şirket 2020'de cirosunu artırabildi

Şirket'in hasılatının önemli bir kısmı personel ve öğrenci taşımacılığı faaliyetinden kaynaklanırken Gürsel Ürdün aracılığı verilen şehir içi toplu taşımacılık hizmetleri ile İzmit Seyahat markasıyla yapılan şehirlerarası toplu taşıma faaliyetleri ana faaliyeti çeşitlendirmektedir.

Ana faaliyet konusu şehir içi ve şehirlerarası yolcu taşımacılığı. Şirket'in faaliyet konusu personel ve öğrenci ulaşım çözümü hizmetleri, seyahat ve turizm amaçlı şehir içi ve şehirlerarası taşımacılık, karayolu ile uluslararası yolcu taşımacılığı dahil her türlü toplu taşımacılık ve servis hizmetleri olarak ifade edilmiş olmakla birlikte Şirket'in odaklandığı faaliyet alanı şehir içi ve şehirlerarası yolcu taşımacılığıdır. Bu doğrultuda Şirket, her türlü toplu taşımacılık, okul, işyeri, personel taşımacılığı ile şehirlerarası yolcu taşımacılığı faaliyetlerini yürütmektedir. Karayolu yolcu taşımacılığı sektörünün tüm alternatif modellerinin hizmet kapsamına almış olan Gürsel Turizm tüm karayolu yolcu taşımacılığı modellerini bünyesinde barındıran bir ulaşım operatörüdür

Filo Taşımacılık Belgesi'ne sahip 9 şirketten biri. Şirket sahip olduğu araçlar ve taşere ettiği tedarikçiler ile personel ve öğrenci taşımacılığı hizmeti, bağlı ortaklığı "İzmit Seyahat" markasıyla şehirlerarası taşımacılık hizmeti ve dolaylı bağlı ortaklığı olan Jordanian-Turkish Company for Managing and Operating Public Transport Buses aracılığıyla da Ürdün Amman'da mülkiyeti Amman Belediye'sinde olan 135 araçlık filo ile şehir içi toplu taşıma hizmetini yürütmektedir. Anılan hizmetlerin yanı sıra Şirket, "Comfort Go" markası altında hem yurt içinde hem de yurt dışında havaalanı transferi, özel transfer, grup transfer hizmetleri, araç kiralama ve kişiye özel gezi hizmetleri sunmaktadır. Türkiye'de personel servisi ve öğrenci servisi taşımacılığı yerel yönetimler (belediyeler) tarafından yönetilmektedir. Belediyeler, her şehirde gerek şehrin dinamiklerine ve ihtiyaçlarına gerekse de esnaf odaları ve sektör dernekleriyle yaptıkları değerlendirmeler neticesinde ilgili ilde çalışması öngörülen araç sayısını belirlemekte, bu araçlara sabit ve tahditli plaka vermektedir. Gürsel Turizm, İstanbul Büyükşehir Belediyesi'nden alınan "Filo Taşımacılık Belgesi" ne sahip 9 şirketten biridir.

Araçların %8'i özmal araçlar. 30.09.2021 tarihi itibarıyla, Şirket faaliyetlerini yaklaşık 317 adet lokasyon bazlı personel servis taşıma sözleşmesi, 32 ayrı kampüste bulunan 25 okul öğrenci taşıma sözleşmesi, 8 ayrı kampüste 7 vakıf üniversite öğrenci taşıma sözleşmesi ve konusu sunulan hizmete göre değişkenlik gösteren sözleşmeler ile sürdürmektedir. Şirket ana faaliyet alanlarında, özmal araçlarının kullanımı yanında çoğunluğunu taşeronların oluşturduğu araç parkı ile müşterilerine hizmet vermektedir. Rapor tarihi itibarıyla Şirket'in 7.462 adet araçlık filosunun %8'i özmal araçlardan oluşurken geri kalan araçlar ise Şirket'in tedarikçiler ile yaptığı sözleşmeler kapsamında taşere ettiği tedarikçilere ait araçlardan oluşmaktadır. Bu hizmetlerde kullanılan tedarikçiler, tüm giderleri kendilerine ait olmak üzere anlaşılan bedel üzerinden sefer başına ücret alarak çalışmaktadır. Özmal araçların tüm giderleri Gürsel Turizm tarafından karşılanmaktadır. Bu nedenle özmal/tedarikçi oranı rekabetçi maliyetleri engellemeyecek biçimde finans ekibi tarafından dikkatle izlenmektedir.

Filodaki araçların bir kısmı anlık ihtiyaçlar için yedek olarak tutulmakta. Tedarikçilerden taşere edilen araçlar sözleşmeli araç statüsünde olup sözleşmeli araçların önemli bir bölümü aktif olarak yolcu taşıma hizmetinde kullanılan düzenli çalışan araçlardan oluşurken bir kısmı ise yedek araç ihtiyacı, anlık kapasite artışı olan anlarda, herhangi bir arıza durumunda veya mevcut tedarikçinin çalışmasında sorun olduğu zaman hızlıca devreye girebilecek olan düzenli çalışmayan araçlardan oluşmaktadır. Genelde, düzenli çalışmayan araçlar, başka şirketlerin düzenli çalışan tedarikçileri olup, ayrıca Gürsel ile de sözleşmesi bulunan araçlardır.

Covid sonrası araç sayısında güçlü toparlanma. Şirket'in 2019 yılında aktif kullanılan araç sayısı anlamında filo büyüklüğü %4 artarak 5.432 adede yükselmiştir. 2020'de ise filodaki araç sayısı Mart'ta Covid-19'un Türkiye'de etkisini göstermeye başlaması ile insan hareketliliğinin azalmasının bir sonucu olarak %22 azalmış ve 4.221 adede gerilemiştir. Bununla birlikte %50 kapasite ile çalışma zorunluluğunun getirilmesi ve esnek çalışma saatlerine geçilmesi aynı araç sayısı ile daha fazla sefer yapılabilmeye başlanmasının bir sonucu olarak servis fiyatlarında cüzi artışlar olmasına rağmen 2020'de gelir artışı elde edilebilmiştir. Covid-19 etkisinin zamanla azalması ve okulların açılması uzaktan çalışan personellerin fiziki çalışmaya dönmeye başlaması ve mesai saatlerinin tekrar eski düzene gelmeye başlamasının etkisi ile 2020'ye göre aktif kullanılan araç sayısı 2021'in ilk dokuz ayında %57 artarak 6.609 adede, rapor tarihinde ise 6.704 adede yükselmiştir.

Yatırımlar

Ana yatırım kalemleri araç ve plaka yatırımları

Her yıl yapılan yatırımların %90'ından fazlası araç yatırımı

Şirket bünyesinde hali hazırda 472 adet plaka bulunmakta olup bunun 119 tanesi 2021 yılında alınmıştır

Halka arzdan elde edilecek fon ile yapılması önemli oranda araç ve plaka yatırımı gerçekleştirilerek büyüme hedeflenmektedir

Ana yatırım kalemleri araç ve plaka yatırımları. Şirket gelirlerinin tamamına yakını personel ve öğrenci taşımacılığı faaliyetlerinden elde edilmektedir. İfade edilen taşımacılık faaliyetlerine ek olarak "Comfort Go" başlığı altında özel taşımacılık hizmetleri de verilmektedir. Personel ve Öğrenci taşımacılığına yönelik kurallar ve yönetmelikler belediyeler tarafından düzenlenmekte ve firmalara kendi araçlarının yanı sıra tedarikçiler vasıtası ile de hizmet vermeleri imkanı da sunulmaktadır. Bununla birlikte zaman zaman belediyeler tarafından değiştirilmekle birlikte bir özmal araca karşılık en fazla 19 tedarikçi araçla şirketler hizmet verebilmektedir. Bu nedenle hem hizmet verilecek müşteri sayısını artırmak hem de olası tedarikçi temininde yaşanabilecek sıkıntılara karşı herhangi bir zafiyet yaşanmaması adına özmal araç yatırımları faaliyetin sürekliliği için oldukça önemlidir. Ek olarak çeşitli illerde personel ve öğrenci taşımacılığı faaliyetinde bulunabilmek adına araç yatırımının yanı sıra tahditli plaka temini gerekmekte olup, Şirket bu kapsamda yıllar itibari ile düzenli olarak plaka yatırımları da gerçekleştirmektedir. Araç yatırımları maddi duran varlıklar hesabı altında muhasebeleştirilirken plaka yatırımları ise maddi olmayan duran varlıklar hesabı altında muhasebeleştirilmektedir. Maddi olmayan duran varlıklar altında sınıflandırılan diğer yatırımlar ise geliştirilen programlar, yazılımlar, entegrasyonlar, bilgi işlem lisansları, marka tescilleridir.

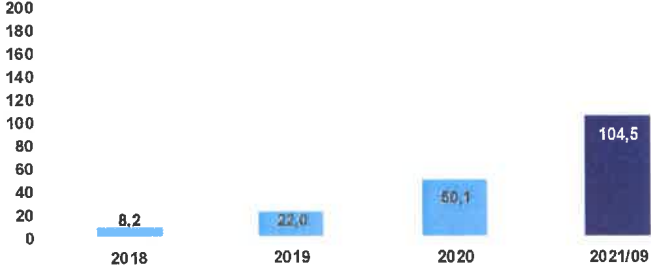
Maddi duran varlık yatırımlarının %90'ından fazlası araç yatırımı. Son dört yıl içerisinde yapılan yatırım harcamaları incelendiğinde yatırımların %90'ından fazlasının araç yatırımı olduğu görülmektedir. Maddi duran varlık yatırımı kapsamındaki diğer yatırımlar ise toplam yatırıma kıyasla oldukça düşük seviyelerde olan bilgisayar, cep telefonu, yazıcı ve klima gibi ekipmanlardan oluşan demirbaş yatırımlarıdır. Ek olarak 2021/09 itibari ile gerçekleştirilen maddi duran varlık yatırımları arasında Tuzla'da bulunan arsanın düzleştirilmesi, sonradan yapılacak garaj yatırımı için uygun hale getirilmesi işi kapsamında gerçekleştirilen yaklaşık 1,3 mn TL tutarında olan ve yapılmakta olan yatırımlar hesabında takip edilen bir yatırım harcaması da yer almaktadır. 2018 yılı itibari ile 73 adet araç ile 8,5 mn TL olan yatırım harcaması 2019 yılında 98 adet araç ile 22 mn TL, 2020 yılında 147 adet araç ile 50,4 mn ve 2021/09 itibari ile ise pandeminin ticari faaliyetler üzerindeki etkisinin azalması ile 104,5 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte araç yatırımlarının bir kısmı var olan araçların satışı ile finanse edilmektedir. Yatırımlardaki artışın ana sebebi büyüyen faaliyetler kapsamında yapılan araç satın alımları olup araç başına yatırım harcaması tutarlarından da anlaşılacağı üzere kurdaki yükseliş de yatırım harcamalarının artmasında etkili olmuştur.

Plaka yatırımları. Personel ve servis taşımacılığında belediyeler tarafından düzenlenen kurallar gereği bazı illerde taşımacılık faaliyetinde bulunabilmek adına firmaların tahditli plaka yatırımı yapmaları gerekmektedir. Şirket'in hali hazırda 333 tanesi İstanbul'da ve kalanları Eskişehir, Kocaeli, Samsun, İzmir, Kırıkkale ve Ankara'da olmak üzere toplamda 472 adet plakası bulunmaktadır. Şirket'in 2021 yılında ise satın aldığı plaka sayısı 117 adet 34L ve 2 adet 71S serisi olmak üzere toplamda 119 adettir. Bu yatırımın tamamı Şirket özkaynakları ile finanse edilmiştir. Her ilin arz/talep dengesine, belirlenmiş olan plakaların kısıtlanmasındaki esneklik politikalarına göre bu plakaların değişken değerleri oluşmaktadır.

Halka arz gelirin önemli bölümü araç ve plaka yatırımı için kullanılacak. Şirket'in 16.12.2021 tarih ve 2021/27 sayılı yönetim kurulu kararı halka arzdan elde edilecek fonun %70'ine karşılık gelen tutar ile yeni araç ve plaka alımı, yazılım geliştirme yatırımı, araç-bakım servisi yatırımı yapılması öngörülmektedir.

Büyümenin etkisi ile her yıl satın alınan araç sayısı artarken 2021/09 itibari ile pandemi etkisinin azalmasıyla araç yatırımdaki artış hızlanmıştır.

Toplam Araç Yatırımı (milyon TL)

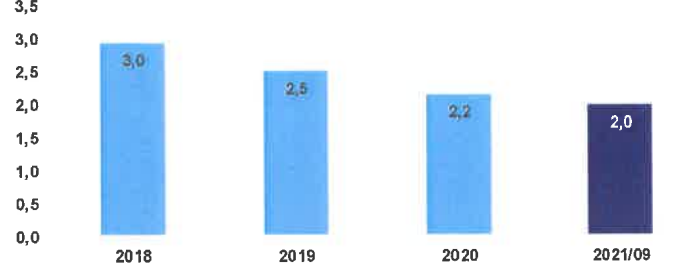


■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021/09

Kaynak: Şirket

Tahditli plaka yatırımları ile geliştirilen programlar ve yazılımlar, marka tescilleri ile bilgi işlem lisansları maddi olmayan duran varlıklarda takip edilmekte

Yıllar itibari ile Maddi Olmayan Duran Varlık Yatırımları (milyon TL)

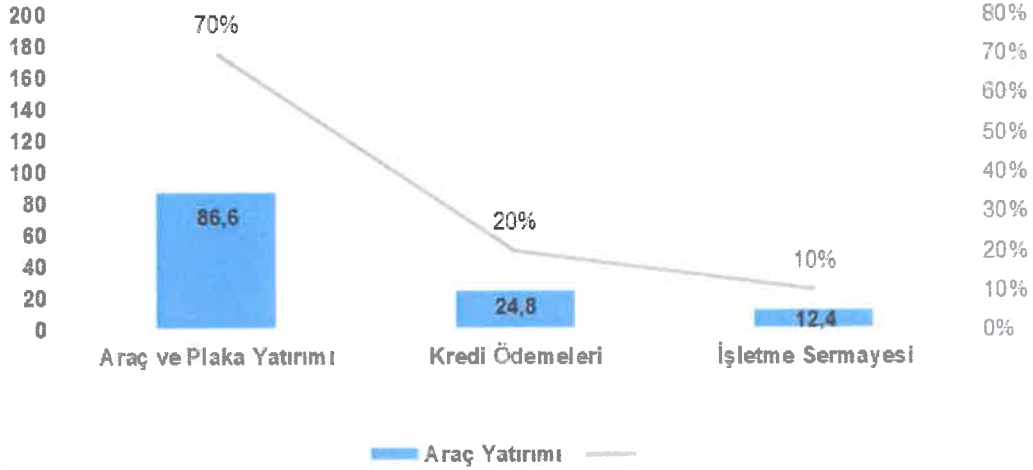


■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021/09

Kaynak: Şirket

Halka arz gelirinin %70'inin araç ve plaka yatırımları için kullanılması öngörülmektedir.

Halka Arz Gelirinin Planlanan Kullanım alanları & Halka Arz Gelirine Oranı (%)



Kaynak: Şirket

Not: Halka arz gelirinin kullanım alanı hesaplanırken brüt gelir üzerinden dağılım yapılmış halka arz giderleri göz ardı edilmiştir.

Finansal Analiz

2021/09'da aktifin %8,3'ü kadar nakit ve benzerleri

Şirket önemli bir stok seviyesine sahip olmazken 2021/09'da yer alan 1,2 mn TL'lik araç şoförlerinin kullandığı gömlek, kravat ile araçlardaki yangın söndürücü ve araç içi takip cihazlarından oluşmaktadır.

Diğer alacaklar verilen depozito ve teminatlar ve ilişkili taraflardan olan alacaklardan oluşmaktadır.

2021 yılında 18,6 mn TL'si nakden kalan kısmı iç kaynaklardan olmak üzere sermaye artışı gerçekleştirildi

161,6 mn TL dönen varlıklar. 30 Eylül 2021 tarihi itibarıyla Şirket'in vadeli mevduatların ağırlıklı ortalama faiz oranı %17,45 olup bakiyenin önemli bir kısmı TL mevduatta yer almaktadır. Şirket nakdinin kayda değer bir kısmı (31,9 mn TL) kredi kartı sliplerinden kaynaklanmaktadır. Kayıt döneminde bazı okullarda öğrenciler sene başında servis ücretini önden ödemekte olup söz konusu hesabın pasifteki karşılığı ertelenmiş gelirlerde takip edilmektedir. Bu durum Şirket'in işletme sermayesi finansmanı açısından önemli bir avantaj doğurmaktadır. 2020 yılında nakit ve benzerleri ve ertelenmiş gelirlerdeki düşüşün temel nedeni pandemi nedeniyle yapılan ön ödemelerin azalması ve okulların uzaktan eğitime geçmesidir. 2021 yılının üçüncü çeyreğinde tekrar okulların açılması ile hem avans hem de nakit ve benzerlerinde artış dikkat çekmektedir. Bununla birlikte hala önemli sayıda veli özel aracı ile öğrencileri okula bırakmakta olup 2022 yılında söz konusu kesimin de tekrardan servisleri kullanmaya başlayacağı tahmin edilmektedir. Ticari alacaklar yıllara sari net satış büyümesi ile birlikte hareket ederken 2020 yılında alacak gün süresinin pandemi kaynaklı arttığı ve gelirdeki sınırlı artışa rağmen ticari alacakların hızlı bir artış sürecine girdiği görülmektedir. 2021 yılının ilk 9 ayında ise alacak gün süresinin normalize olmaya başladığı dikkat çekmektedir.

Düşük seviyede ilişkili taraf işlemleri. 2021/09 itibarıyla ilişkili taraflardan yaklaşık 9,7 mn TL ticari alacak bulunmaktadır. 2020 yılı sonu itibarıyla ilişkili taraf olan Efe Tur'dan alınan mal ve hizmet bedeli 20,4 mn TL olup tamamı otobüs alımı olarak görülmektedir. 2021 yılında ise otobüs alımı için Efe Tur'a yapılan ön ödemeler ile rehlin kalkması beklenen araçlarda fiyat sabitlenmiştir. Yapılan ön ödeme nedeniyle Efe Tur'dan 6,3 mn TL ticari alacak hesabı oluşmuştur. Gürsel Turizm'in portföye yeni dahil edilen bir projesini yürütebilmek adına araç gerektiği için Efe Tur'dan araç alımı gerçekleştirilirken pandemi döneminde Efe Tur'un yaşadığı finansman sıkıntısı da ön ödemede etkin olmuş gözükmektedir. Yönetime göre satın alınan araçlar piyasa rayicinden bünyeye aktarılmıştır. Efe Tur, 42 özmali olan ve şehirlerarası yolcu taşımacılığı yapan bir turizm firması olarak tanımlanmıştır. Bir diğer ilişkili taraf alacağı ise 2,5 mn TL ile Birant Taş. ve Tur şirketi kaynaklıdır. Birant Taş. ve Tur, Gürsel Turizm için araçların bakım hizmetini gerçekleştirmekte olup söz konusu hizmetler adına firmaya peşinat yatırılmış ve bu nedenle ticari alacak oluşmuştur. Bağımsız denetimde ilişkili taraf olarak görülen Şenol Turizm'den 2021 yılında 4,5 mn TL mal ve hizmet alımı sağlanırken aynı yıl içinde 6,3 mn TL bu şirkete satış yapıldığı görülmektedir. Portföye yeni dahil edilen bir projenin alınabilmesi adına 2021 Haziran itibarıyla Şenol Turizm'e araç satılmış ve karşılığında plaka kiralanmıştır. İhalelerde bir şirket en fazla 10 plaka sağlayabildiği için böyle bir uygulamaya gidildiği beyan edilmiştir. Bu nedenle Gürsel Turizm ile Şenol Turizm arasında alım satım işlemi oluşurken ilişkili taraflardan ticari alacağın 2021/09'da önemli oranda kapanmasında Şenol Turizm'in 3 yıllık kira gelirini faturalaması sonrası mahsup etkin olmuştur. Şirket'in 30.09.2021 tarihi itibarıyla bağlı ortaklığı olan Şenol Turizm A.Ş. finansal tabloları önemli ölçüde etkilemediği gerekçesiyle konsolidasyon dışı bırakılmıştır. Şenol Turizm' in finansal yatırım tutarı konsolide finansal tablolarda karşılık ayrılarak kapatılmıştır.

İlişkili taraf diğer alacak hesabı kapatıldı. 2020 sonunda yaklaşık 25,4 mn TL seviyesinde olan ilişkili taraflar diğer alacağının 2,9 mn TL'si Efe Tur fonlaması ve 22 mn TL'si şahıs ortaklar finansmanı için oluşmuştur. 2021 yılında şahıs ortaklar sahibi oldukları bir diğer şirket olan Gürsel Taşımacılık firmasını Gürsel Turizm'e satmış; hisse bedeli karşılığı Gürsel Turizm bilançosunda yer alan yatırım amaçlı gayrimenkul ve maddi duran varlıkların bir kısmı ortaklara devredilirken ortaklardan olan diğer alacak bakiyesi de bu satış işlemi ile kapanmıştır. Pay devrinin kalan bakiyesi ise nakden ödenmiştir. Gürsel Taşımacılık için şirket değeri SPK lisanslı bağımsız denetim firması olan Aday Bağımsız denetim tarafından 75 mn TL olarak belirlenirken bu fiyattan pay devri sağlanmıştır. Bu işlem ile Gürsel Turizm ilişkili tarafı olan Gürsel Taşımacılık gelirlerini konsolide etmiş ve daha verimli bir yapı oluşmuştur. Böylece ortaklardan alacak kapanırken yatırım amaçlı gayrimenkul hesabı azalmıştır. Söz konusu pay devrinden elde edilen nakdin 18,6 mn TL'si şahıs ortaklar tarafından tekrar Gürsel Turizm'e nakdi sermaye olarak konulmuştur.

Finansal Analiz

Tedarikçilere olan bazı aksesuar satışlarının kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerde takip edilme nedeni tedarikçiler adına daha indirimli alınıp tedarikçilerle faturalaşma yapılması olarak ifade edilmiştir.

Belediyeden alınan ihaleye göre taşınan yolcu sayısından bağımsız kilometreye göre belediye Gürsel Ürdün'e bedel ödemektedir. Şoför ve yakıt Şirket tarafından tedarik edilirken pandemi döneminde gelir kaybı yaşansa da kapanma sonrası karda önemli bir artış gerçekleşmiştir.

Enflasyonist ortam nedeniyle Şirket özkaynaklarında yer alan araç ve plaka değerlerinin 2021 sonunda önemli bir artış gerçekleştireceği varsayılırken Yönetim yeniden değerlendirme sonrası 2021 sonunda yatırım amaçlı gayrimenkullerden kayda değer bir kar oluşumu beklemektedir.

Araç yatırımları KDV alacağını artırdı. Şirket'in 2021/09 itibarıyla kısa vadeli 13,4 m TL peşin ödenmiş giderleri bulunmaktadır. Bu hesapta takip edilen 7,3 m TL'lik verilen sipariş avansları araç ve malzeme tedarikçilerine Şirket'in vermiş olduğu bakiyelerden oluşmaktadır. Kalan peşin ödenmiş giderler ise Şirket'in araç tedariki yaptığı şahıslara gerçekleştirdiği GPS satış alacakları, sigortalama maliyetleri ve müşterinin belirlediği cezaların yansıtılması olarak tanımlanmaktadır. Yıl ortasında bir mahsup olmadığı için hesap şişerken sene sonlarında araç tedarikçilerinin Gürsel Turizm'e olan fatura kesimleri ile mahsuplaşma sağlanmakta ve hesap gerilemektedir. Diğer dönen varlıklar önemli oranda KDV alacaklarından oluşurken hesabın 2020 yılından itibaren arttığı görülmektedir. 2020 Haziran ayı itibarıyla araç yatırımında %18 KDV oluşurken satışta KDV'nin %8'e indirilmesi sonrası KDV alacağı şişmeye başlamıştır. Pandemi nedeniyle başlatılan uygulama Ekim 2021'de sonlanmış olup söz konusu hesabın zaman içinde normalize olması ve azalması öngörülmektedir. KDV alacağının artmasındaki bir diğer etken ise Şirket'in 2020 ve 2021 yıllarında araç yatırımlarının hızlanmasıdır.

Gürsel Ürdün'ün karı her geçen dönem artmakta. 2019 yılından itibaren özkaynak yöntemi ile konsolide edilen iştirak hesabı dikkat çekmektedir. Gürsel Turizm ortakları Gürsel Turizm'e ek olarak Gürsel Taşımacılık firmasının da sahibiydiler. Gürsel Taşımacılık ve Gürsel Turizm benzer alanda faaliyet yürütmektedir. İhale şartnamesine göre sermaye, borçluluk ve geçmiş referanslar açısından hangi firma daha uygunsa o firma seçilmektedir. Gürsel Taşımacılık firmasının ihale şartlarını sağlaması ile Ürdün'de metrobüs ihalesi belediyeden alınmıştır. Söz konusu ihale için Gürsel Taşımacılık, Gürsel Ürdün firmasına %51 iştirak ederken kalan pay halka açık belediye firmasıdır. Gürsel Ürdün'ün karı her geçen dönem artmakta olup Ürdün'de metrobüs işletimi gerçekleştirmektedir. Şirket yönetimi Gürsel Ürdün'ün 2021 sonunu konsolidasyon payına düşecek kar olan 8 m TL ile kapatmasını beklerken 2022 yılında Gürsel Ürdün'ün Şirket bilançosuna bırakacağı net dönem karının 13 m TL olması Yönetim tarafından öngörülmektedir. Gürsel Ürdün'de Gürsel Taşımacılık payı %51 olmasına rağmen diğer ortağın Gürsel Ürdün'ü tam konsolide etmesi nedeniyle Gürsel Turizm söz konusu şirketi tam konsolide edememiş ve özkaynak yöntemi ile muhasebeleştirilmiştir. Gürsel Turizm, ortakların pay devri sonrası Gürsel Taşımacılık paylarını %100 oranında satın alırken dolaylı olarak Gürsel Ürdün'e %51 ortaktır. Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırım hesabındaki artış Gürsel Ürdün'ün pandemi sonrası karlılığındaki yükselişten kaynaklanmıştır.

Aktiflerin %49'u maddi duran varlık kaynaklı. Yatırım amaçlı gayrimenkuller fırsat görülen varlıklar üzerine yapılmış olup söz konusu varlıkların değeri 2018'den 2020 sonuna kadar yükselerek 57,6 m TL olarak kaydedilmiştir. 2021/09'da ise hesaptaki gerileme Şirket'in ortaklardan aldıkları Gürsel Taşımacılık paylarına karşılık vermiş olduğu gayrimenkul kaynaklı olup herhangi bir değer düşüklüğü söz konusu değildir. 2021 yılının son çeyreğinde artan kurla birlikte ortaya çıkan enflasyonist ortam şirketlerin özkaynakları ve aktiflerinde önemli bir değer artışı getirmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerde yılsonu yapılacak bir değerlemenin önemli bir kar artışı ile gelir tablosunu destekleyeceği tahmin edilmektedir. Yatırım amaçlı gayrimenkuller çoğunluğu arsa olmak üzere arsa ve binalardan oluşurken TSKB'nin yapmış olduğu değerlemeye göre Gebze ve Kocaeli'ndeki araziler portföyün önemli bir kısmını oluşturmaktadır. 2019 yılında 49,4 m TL olan maddi duran varlık toplamı 2020 yılında yapılan değerlendirme sonrası 160,5 m TL'ye yükselmiştir. 2021/09 döneminde ise değer artışı olmamakla birlikte pandemi sonrası kapanma sürecinin tamamlanması ve okulların açılması ile Şirket yeni yatırım sürecine girmiştir. Koç grubu şirketleri ile yapılan anlaşmalar gereği hizmet verebilmek adına Şirket yeni araç yatırımları gerçekleştirmiştir. Pandeminin etkisinin azalmaya başlaması ve açılan okullar sonrası çoğunluğu yılın ikinci yarısında olmak üzere Şirket 106,2 m TL yatırım gerçekleştirmiş ve ayrılan amortisman ve satılan araçlar sonrası maddi duran varlıklar 2021/09'da 217,9 m TL'ye yükselmiştir. Şirket yönetimine göre son dönemde araç fiyatlarında yaşanan artışla taşıt değerleri yaklaşık 200 m TL artmıştır. Bu durum maddi duran varlıkların rayiç değerinin 400 m TL'nin üzerinde olabileceği anlamına gelmektedir.

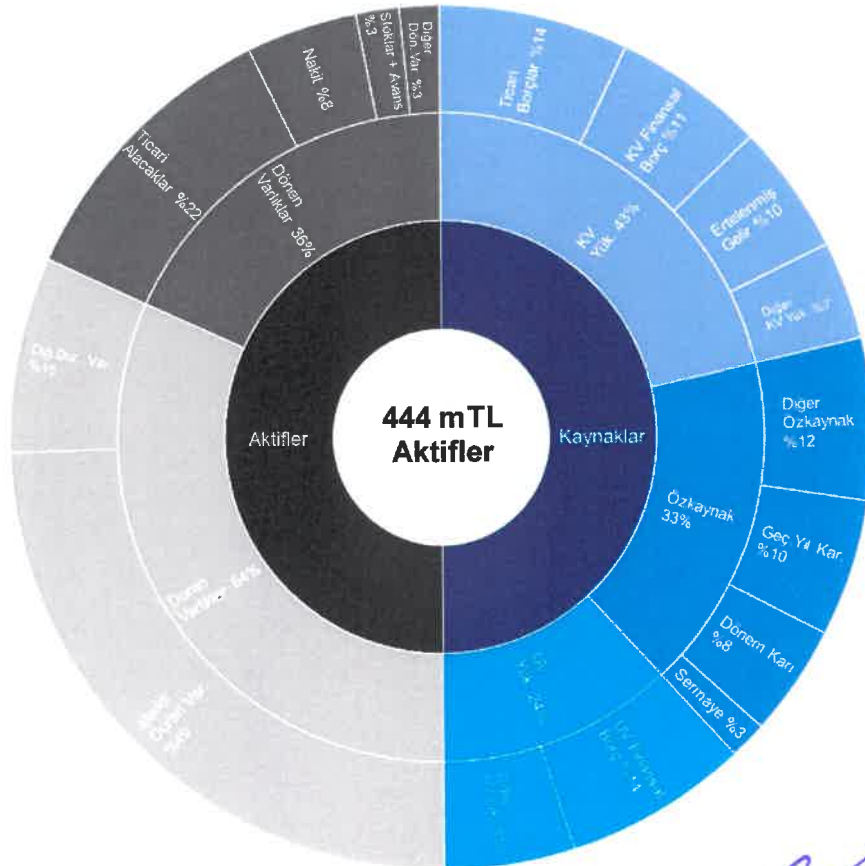
Finansal Analiz

 Plakalarda belediye tahdidi
bulunmakta

Plaka değerlerinin arttığı tahmin edilmekte. Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları araç plakalarından oluşurken 2021/09 itibarıyla defter değeri yaklaşık 2 m TL seviyesindedir. Plakalar defter değerlerinden kaydılaşmakla birlikte son dönemde yaşanan enflasyonist ortamda plaka değerlerinin de arttığı Yönetim tarafından tahmin edilmektedir. Duran varlıklarda peşin ödenmiş giderlerde cari dönemde önemli bir artış görülmektedir. 8,1 m TL'lik peşin ödenmiş giderlerin önemli bir kısmı Arçelik Eskişehir projesi için ilişkili taraf firmalarından kiralanan plakalar için ödenen kira bedellerinden kaynaklanmaktadır. Her bir şirket belediyeden sınırlı sayıda plaka alabildiği için Arçelik gibi büyük bir firmanın ihtiyacını sağlayabilmek adına Gürsel Turizm ilişkili taraf firmalarından da plaka kiralamak zorunda kalmıştır.

| Bilanço | | | | |
|----------------------------|---|---|---|--|
| 31 Aralık, TL Gürsel | 2018 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş | 2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş | 2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş | 2021/09 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş |
| Aktifler | 196.688.410 | 240.835.739 | 373.242.270 | 444.318.160 |
| Nakit ve 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 Gid. | 4.272.831 | 5.215.017 | 5.469.875 | 13.375.564 |
| Diğ. Dön. Var. | 565.799 | 889.232 | 3.311.720 | 12.547.724 |
| Dönen Varlıklar | 111.285.412 | 136.443.789 | 146.061.182 | 161.590.528 |
| Diğer Alacaklar | 6.670 | 6.920 | 33.780 | 66.396 |
| Yatırım Amaçlı Gayri. | 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 Var. | 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 Gid. | 278.768 | - | - | 8.111.757 |
| Duran Varlıklar | 85.402.998 | 104.391.950 | 227.181.088 | 282.727.632 |

2021/09 Bilanço Dağılımı



Finansal Analiz

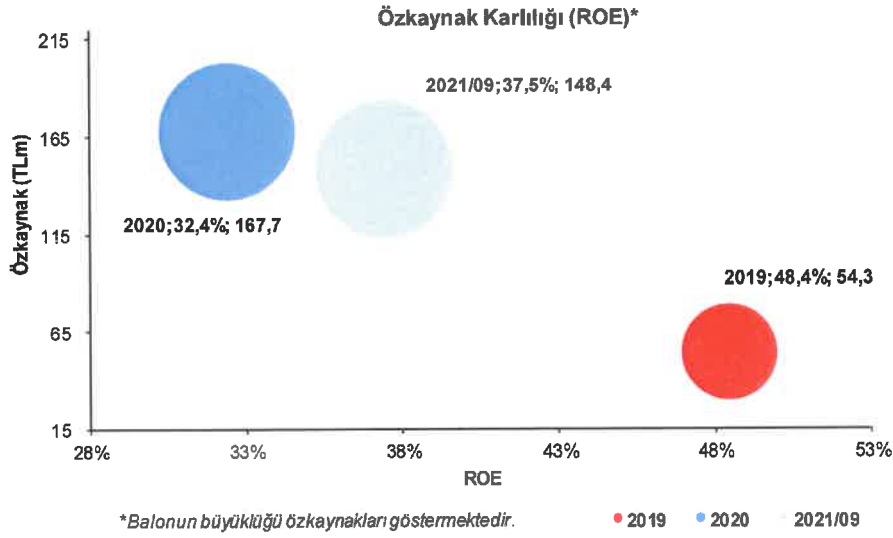
Ertelenmiş gelir hesabı ile nakit ve benzerlerindeki kredi kartı slipleri eşanlı bir şekilde hareket etmektedir.

8,7 mn TL olan diğer kısa vadeli yükümlülükler çalışanlara ayrılan izin karşılıkları, dava karşılıkları ve diğer borçlardan oluşmaktadır. Uzun vadeli karşılıklar ise çalışanlar için ayrılan kıdem tazminatı kaynaklıdır. 2021/09'da 18,3 mn TL olan ertelenmiş vergi yükümlülüğünü oluşturan temel kalemler ise bina, taşıt ve yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışıdır.

Araç yatırımları finansal borçluluğu artırdı. Satışlara paralel ticari borçların arttığı görülürken 2021/09 itibarıyla 63,5 mn TL olan ticari borçların önemli bir kısmı organizasyonda kullanılan tedarikçilere verilen komisyonlardan kaynaklanmaktadır. Bir diğer kısım ise Şirket'in özmal için yaptığı araç alım borçlarıdır. 2020 yılında pandemi nedeniyle Şirket'in ticari borç vadesi geçmişe göre artarak 59 güne yükselirken 2021/09'da görece normalize olmuş ve 55 gün seviyesinde dengelenmiştir. Uzun ve kısa vadeli borçlarda yer alan diğer borçların önemli bir kısmı kamuya olan yeniden yapılandırılmış vergi borçlarından oluşmaktadır. Ertelenmiş gelirler net satışlar ile birlikte hareket ederken 2020 yılında pandemi nedeniyle müşteriden alınan avanslarda gerileme yaşanmıştır. 2021/09'da ise pandeminin etkisinin azalması ve okulların tekrardan açılması ile avanslarda hızlı bir artış gerçekleşmiştir. Ertelenmiş gelirlerin önemli bir kısmı servis hizmeti için öğrencilerden alınan ön ödemelerden kaynaklanmaktadır. Şirket servis hizmetini öğrencilere 8,5 ayda faturalarken pek çok veli yıllık ödemelerini dönem başında peşin olarak yapmakta ve yıllara sari söz konusu hesap gelire yansımaktadır. Erken ödemeler servis maliyetini müşteri nezdinde de düşürmektedir. Şirket'in son dönemde kısa ve uzun vadeli finansal borçlarında önemli bir artış görülmektedir. 2020 sonunda 45,8 mn TL olan toplam finansal borçlar 2021/09'da 112,9 mn TL'ye yükselmiştir. Söz konusu borç artışında en büyük etken yeni alınan projeler nedeniyle gerekli olan plaka ve taşıt yatırımlarıdır. Kredilerin tamamı TL cinsinden olup faiz maliyeti %5,93-22,50 bandındadır.

%37,5 özkaynak karlılığı. Şirket'in sermayesi Haziran 2021'de 18,6 mn TL'si nakden kalan kısmı iç kaynaklardan olmak üzere 87 mn TL'ye artırılmıştır. Şirket, 21 Haziran 2021 tarihinde Gürsel Taşımacılık'ın sermayesinin %100'ünü satın almıştır. Bu satın alma işlemi "Ortak kontrol altındaki işletme birleşmesi" olarak değerlendirilmiş ve satın alma bedeli ile satın alma tarihindeki net özkaynaklar arasındaki fark özkaynaklar altında "Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi" altında sınıflandırılmıştır. Söz konusu durum 2021/09'da 74,6 mn TL özkaynak azaltımını beraberinde getirirken gerçekleştirilen 18,6 mn TL'lik nakdi sermaye artışı, varlık değer artışı, geçmiş yıl karı ve net dönem karı ile özkaynaklar dengelenmiştir. Özkaynakların büyük oranda karlılıktan oluşması özkaynak verimliliği açısından önem arz etmektedir.

| Bilanço | | | | |
|-------------------------------------|---|---|---|--|
| 31 Aralık, TL Gürsel | 2018 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş | 2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş | 2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş | 2021/09 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş |
| Özkaynak ve Yükümlülükler | 196.688.410 | 240.835.739 | 373.242.270 | 444.318.160 |
| Kısa Vad. Borç. | 8.630.937 | 9.454.055 | 5.365.331 | 14.556.675 |
| Uz. 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 |
| Kısa Vad. Yükümlülükler | 147.850.678 | 165.360.609 | 133.961.858 | 190.356.487 |
| Uzun Vad. Borç. | 12.787.358 | 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 |
| Uzun Vad. Yükümlülükler | 20.666.191 | 21.084.642 | 71.444.082 | 105.398.394 |
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| Toplam Özkaynaklar | 28.171.541 | 54.390.488 | 167.836.330 | 148.563.279 |



| Likidite Rasyoları | 2021/09 | 2020 | 2019 | Referans |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------------|
| Cari Oran | 0,85 | 1,09 | 0,83 | 1,0-1,5 |
| Likidite Oranı | 0,77 | 1,04 | 0,79 | 0,8-1,0 |
| Borçluluk Oranları | 2021/09 | 2020 | 2019 | Referans |
| Toplam Borçlar/Toplam Aktifler | 66,6% | 55,0% | 77,4% | <%40 |
| Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak | 34,3% | 13,5% | 48,3% | <100% |
| Faiz Karşılama Oranı | 8,8 | 22,1 | 4,9 | >3 |
| Net Borç/EBITDA | -0,1 | -0,7 | -2,3 | <4 |
| Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif | 42,8% | 35,9% | 68,7% | Sektör |
| Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif | 23,7% | 19,1% | 8,8% | Sektör |
| Özkaynak/Pasif | 33,4% | 44,9% | 22,6% | Sektör |
| Toplam Borçlar/Özkaynaklar | 199,3% | 122,5% | 343,3% | Sektör |
| Finansal Borçlar/Toplam Borçlar | 38,2% | 22,3% | 20,8% | Sektör |
| Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış) | 2021/09 | 2020 | 2019 | Referans |
| Brüt Marj | 15,3% | 16,4% | 9,0% | Sektör |
| EBIT Marjı | 13,1% | 13,9% | 6,7% | Sektör |
| EBITDA Marjı | 15,3% | 15,5% | 7,3% | Sektör |
| Net Kar Marjı | 11,2% | 12,2% | 6,3% | Sektör |
| ROE | 37,5% | 32,4% | 48,5% | >Tahvil Getirisi |
| ROA | 14,6% | 16,6% | 11,7% | Sektör |
| Yatırım Rasyoları | 2021/09 | 2020 | 2019 | Referans |
| Yatırım/Amortisman | 883,0% | 891,8% | 481,1% | >%100 |
| Yatırım/Net Satış | 27,1% | 13,9% | 5,3% | Sektör |
| EVA-TL | 15.276.255 | 23.356.417 | 20.637.943 | >0 |
| ROIC | 28,8% | 33,7% | 75,0% | >AOSM |
| CRR | 45,4% | 41,3% | 9,0% | <%100 |

Güçlü Finansal Rasyolar

- ROE piyasa faizinin üzerinde verimli sermaye kullanımına işaret ederken son dönemde artan yatırım oranı ve yükselen kar marjı dikkat çekiyor
- Faiz Karşılama Oranı ve Net Borç/EBITDA kritik eşğin oldukça altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- AOSM'nin üzerinde olan ROIC firmanın ekonomik katma değer ürettiğini göstermekte

Kovid Etkisi

Pandemi kar marjını artırdı

Omicron varyantının şiddetlenmesi halinde Şirket gelirlerinde son çeyrekteki yükselen momentum bozulabilir

Pandemide pazarlama giderleri geçmiş döneme göre önemli bir gerileme sergilemiş ve bu durum sürekli kılınmıştır

Ekim 2021 ile birlikte Pandemi koşulları daha serbest önlemlere gerilemesiyle birlikte home Office çalışma düzeninden ofislere geçiş başlamış, okulların da açılmasıyla birlikte Türkiye genelinde araç ve sürücü arzı talebi karşılayamaz noktaya elmiş ve büyük bir ulaşım krizi başlamıştır. Bu dönemde yapılan özmal araç yatırımları ve alınan operasyonel tedbirlerle müşterilerin hizmet kalitesi korunmaya çalışılmıştır.

Pandemide birim maliyetler geriledi. 2020 Mart ayında dünyada meydana gelen Covid 19 salgını neticesinde, ülkemizde de pandemi tedbirleri uygulanmaya başlanmıştır. Bu tedbirler kapsamında, İstanbul özelinde olmak üzere otoriteler tarafından alınan tedbirlere paralel olarak Şirket'in saha operasyonlarında çok köklü değişimler yaşanmıştır. Bu operasyonların verimliliği artması ve araç arzında yaşanan büyüme nedeniyle birim maliyetleri düşürmesi açısından mali faydası olmuştur. Öğrenci taşımacılığının durması, bu alanda çalışan araçların boşta kalmaları ile personel taşıması yapılan tarafta kar üretmeyen ve uygun fiyatla tedarikçi üretilmeyen hatlarda çalıştırılan özmal araçların yerlerine konularak verimlilik elde edilmiştir.

Süreç belirsizliğini korumakta. Koronavirüs etkisinin dünya ve Türkiye'de ne kadar süre ile devam edeceği, ne kadar yayılabileceği henüz net olarak tahmin edilememekte olup; etkilerin şiddeti ve süresi netleştikçe orta ve uzun vade için daha belirgin ve sağlıklı bir değerlendirme yapma imkanı söz konusu olabilecektir. Bu kapsamda, salgının ekonomik etkilerinin belirsiz olması nedeniyle, Şirket'in operasyonları dolayısıyla finansal tabloları üzerindeki etkileri makul bir şekilde tahmin edilememektedir.

Pandemide verimlilik artışı. Diğer yandan, üretim yapan, pandemi döneminde kapanmayan müşteriler %50 koltuk kapasitesi kullanılmasının zorunlu kılınması nedeniyle iki kat fazla talepte bulunmuştur. Çalışma saatlerinde esnek çalışma saatlerine geçilmesi de aynı ana denk gelince, artan talep ve saat düzenlemesinden kaynaklanan verimlilik birleşmiş, daha çok araca daha çok sefer yaptırma imkanı bulunmuştur. Karlı operasyonlardaki araç sayısı artırılıp, bu hatlarda piyasadaki araç fazlalığından yararlanarak birim maliyetler düşürülmüştür.

Pandemide gelirlerdeki büyüme sınırlı olmuştur. Gürsel Turizm taşımacılık sektörünün birçok alanında hizmet vermektedir. Covid 19 salgının olumsuz etkisi olarak, Şirket'in faaliyet gösterdiği alanlarının yönetmeliklerle durdurulması; şehirlerarası hareketliliğin sınırlandırılması ve yasaklanması, bazı hizmet verilen işyerlerinin durdurulması, okulların ve üniversitelerin düzensiz şekilde ara ara açılıp kapatılması, Şirket gelirlerini göreceli olarak olumsuz etkilemiştir. İzmit seyahat, Gürsel Taşımacılık (Ürdün, Amman Toplu taşıma), Gürsel Turizm'in okullar departmanı aralıklarla veya aralıksız olarak faaliyetlerini geçici olarak durdurmak zorunda kalmıştır. Öğrenci ve üniversite öğrenci taşımacılığında, 2020 yılının Mart ayında Covid-19 Pandemisinin etkisi ile eğitim-öğretime ara verilmiştir. Akademik takvim dönem dönem açılma ve kapamaları geçmiş olup, operasyonel anlamda çok fazla düzensizlikler oluşmuştur. Toplam 1.200 araç olan kapasitesi 400 seviyesine düşmüştür. 2021-2022 dönemi için üniversitelerin ve eğitim kurumları açılmış, ancak belirsizlikler nedeniyle taşıma kapasitesi pandemi öncesine göre %30 azalmıştır. Personel taşımacılığında, işyerleri Covid-19 Pandemisinin etkisi ile evden çalışma veya esnek çalışma düzenine geçmiştir. Evden çalışma düzeni ile araç sayısında bir miktar adetsel küçülmeye sebep olmuştur. Müşteri portföyünde bulunan, işçi ağırlıklı, çoğunlukla vardiyalı düzende çalışan, üretim ve lojistik sektöründeki şirketler, oluşan kanuni zorunlulukların sonucunda ilave araç talepleri oluşturmuştur. Bu talebin karşılanmasında okul taşımacılığı tarafında boşta kalan araçlar kullanılmıştır.

Değerleme**Değerleme Yöntemleri**

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir ve pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

EV/EBITDA & F/K çarpanları kullanılmıştır

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2020-30.09.2021) net dönem karı ve EBITDA tutarları ve 2022 tahmini EBITDA tutarı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Net Borç

50,6 mn TL Net borç pozisyonu

Finansal borçların tamamı TL bazlı olup borçların önemli bir kısmı uzun vadeli

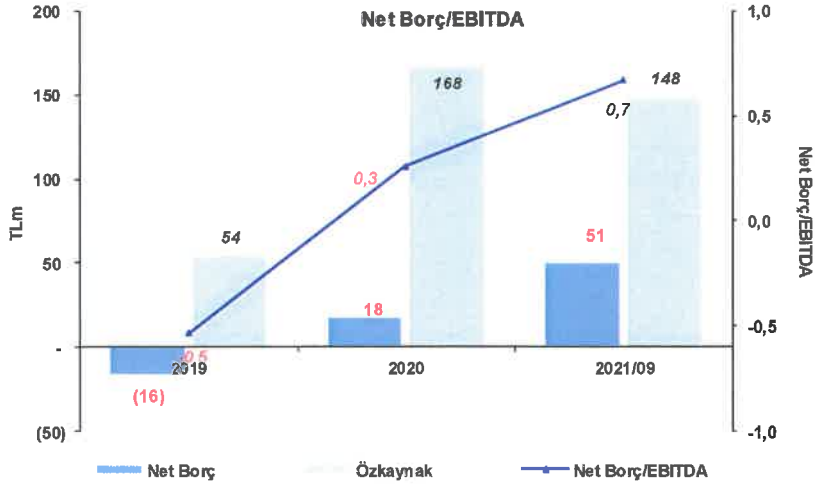
Aday Bağımsız Denetim tarafından hazırlanan değerlendirme raporuna göre Gürsel Ürdün için 23,8 mn dolar değer tespiti yapılmıştır

Düşük borçluluk. Şirket'in 2019 yılındaki 16,9 mn TL tutarındaki net nakit pozisyonu zamanla sıfırlanarak 2020 ve 2021/09 döneminde sırası ile 17,9 mn TL ve 50,6 mn TL net borç pozisyonuna dönmüştür. Şirket'in son dönemde kısa ve uzun vadeli finansal borçlarında önemli bir artış görülmektedir. 2020 sonunda 45,8 mn TL olan toplam finansal borçlar 2021/09'da 112,9 mn TL'ye yükselmiştir. Söz konusu borç artışında en büyük etken Eskişehir Arçelik projesinin alınması kaynaklı plaka ve taşıt yatırımlarıdır. Efe Tur ve Mercedes'ten araç alımı sağlanırken ilişkili taraf firmalarından plaka kiralaması gerçekleştirilmiştir. Kredilerin tamamı TL cinsinden olup faiz maliyeti %5,93-22,50 bandındadır. Düşen nakit pozisyonunun 2 önemli nedeni de satın alınan yatırım amaçlı gayrimenkul ve özkaynak yöntemi ile değerlendirilen iştiraktır. Hem borçluluğu doğru ölçmek hem de söz konusu varlıkları nihai değerinde dikkate almak adına ilgili varlıkların piyasa değerleri net nakit hesabında kullanılmıştır. Özkaynak yöntemi ile konsolide edilen Gürsel Ürdün'ün 2021 sonunda 8 mn TL net kar üreteceği beklentisi ile değeri 8 F/K kriterine göre 64 mn TL olarak belirlenmiştir. Gürsel Taşımacılık ile ilgili SPK akredite kurum tarafından yapılan değerlemede Gürsel Ürdün'ün 2020 verileri kullanılmış ve 23,8 mn dolar değer tespiti yapılmıştır. Gürsel Taşımacılık'ın Gürsel Ürdün'e olan %51'lik iştirak payı ve cari dolar kuru dikkate alındığında Gürsel Turizm payına düşen değer ilgili rapora göre 127,4 mn TL olarak hesaplanmaktadır. 2021/09 itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkuller bağımsız denetimde 42,8 mn TL olmasına rağmen 9 aylık mali tabloların yayınlanması sonrası Aralık ayında Net Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından yapılan yeni değerlemeye göre yatırım amaçlı gayrimenkuller 71 mn TL piyasa değerine ulaşmıştır. İlgili bağımsız denetim firması söz konusu değerlemeyi kabul ettiğini ve yılsonu mali tablolarda kullanacağını beyan etmiştir. Bu durum ayrıca yılsonunda yatırım amaçlı gayrimenkullerden önemli tutarda kar üreteceği anlamına gelmektedir. Bu minvalde 2021/09'da 42,8 mn TL olmasına rağmen yatırım amaçlı gayrimenkul değeri 71 mn TL olarak alınmış ve %40 likidite iskontosunu sonrası 42,6 mn TL olarak net borç pozisyonunda yer alması daha makul bulunmakla birlikte muhafazakar tarafta kalmak adına net borç hesabına yatırım amaçlı gayrimenkuller dahil edilmemiştir ve şirket değerinden söz konusu varlıklar arındırılmıştır.

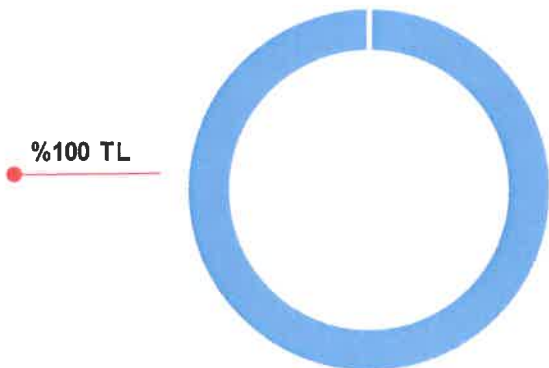
Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

| TLm | 2019 | 2020 | 2021/09 |
|--------------------------------|---------------|--------------|--------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 29,4 | 18,2 | 36,9 |
| Yatırım Amaçlı Gayr. | - | - | - |
| Özkaynak Yön. Değ. Yat. | 35,0 | 25,3 | 64,0 |
| Diğer Alacaklar | 20,4 | 25,4 | 0,6 |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar | 9,5 | 5,4 | 14,6 |
| Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kis. | 16,4 | 16,8 | 35,9 |
| Diğer Borçlar* | 29,8 | 40,9 | 39,1 |
| Kiralama İşlemlerinden Borç.** | 1,9 | 1,5 | 1,4 |
| Uzun Vadeli Finansal Borç | 11,0 | 22,1 | 61,1 |
| Net Borç | (16,3) | 17,9 | 50,6 |
| Özkaynak | 54,3 | 167,7 | 148,4 |
| Net Borç/Özkaynak | -30,0% | 10,7% | 34,1% |
| Net Borç/EBITDA | -0,5 | 0,3 | 0,7 |
| EBITDA | 30,5 | 68,9 | 75,6 |

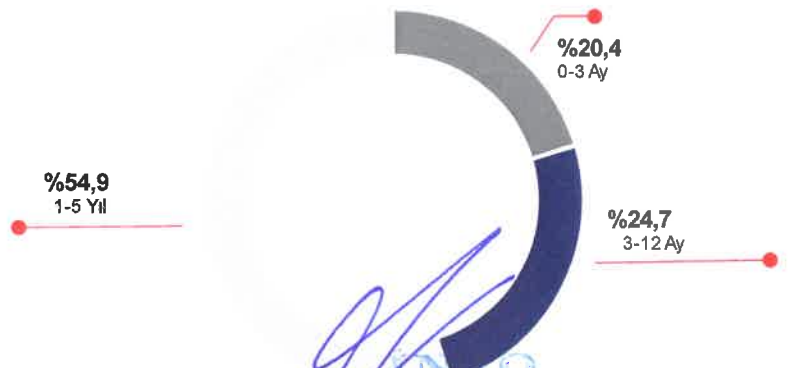
*.**Uzun ve kısa vadeli borçları kapsamaktadır.



Kur bazlı Borç Dağılımı (2021/09)



Finansal Borçların Vade Kırılımı (2021/09)



Nakit Akışı

İNA modeli ile tespit edilen 847 mn TL değer İNA Test Modülleri ile test edilmiştir

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 9,7 TL değer. 2021-2030 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Şirket 2021 yılında önemli tutarda araç yatırımı yapmış ve 2022 yılında da kapasitesini artırmayı planlamaktadır. Yatırımların etkisi ve pandeminin baz etkisi düşünüldüğünde Yönetim gelecek yıllarda önemli bir büyüme beklerken net satış büyümesinin enflasyona yaklaşarak normalize olduğu sene olan 2030 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmiştir. Büyümeyi destekleyebilmek adına geçmişte önemli bir işletme sermayesi ihtiyacı olmamasına rağmen işletme sermayesinin satış payının %1,6'ya kadar yükselmesi ve sabit sermaye yatırım satış payının uzun dönemli seviyeye geleceği yıl normalize yıl seçiminde dikkate alınmıştır. Normalize yıl sonrası ise %5 devam eden değer büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 4,0x olarak hesaplanmıştır. Elde edilen İNA değeri Test Modülleri ile test edilmektedir. Projeksiyonda yıllık EBITDA artışı ve toplam yatırım arasındaki denge her bir yıl için korunmuş ve geri dönüş sürelerinin projeksiyon döneminde ortalama 2,7 yılın altına düşmemesi sağlanmıştır.

| İNA (mTL) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | Uç değer |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| 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% | 126% | 15% | 50% | 25% | 25% | 22% | 19% | 17% | 15% | 14% | 14% | |
| EBITDA Marjı | 6,6% | 7,3% | 15,5% | 14,3% | 14,9% | 15,1% | 15,4% | 15,5% | 15,6% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,8% | |
| 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 | 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) | (6) | (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) | |
| Yatırım/Satış | | | | 23,9% | 2,7% | 3,3% | 3,2% | 3,2% | 2,8% | 2,9% | 2,9% | 3,0% | 3,0% | |
| Yatırım/Amortisman | | | | 6,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | |
| İşletme Sermayesi Değiş. | | 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 | 1.827 |
| Değişim | | | | | -%712,5 | %24,3 | %24,9 | %20,9 | %21,1 | %17,6 | %14,2 | %13,5 | %13,4 | %5,0 |
| AOSM | | | | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8% |
| İndirgenmiş Nakit Akımı | | | | -12 | 66 | 67 | 69 | 68 | 68 | 66 | 62 | 57 | 53 | 333 |

| | |
|------------------------|-------|
| 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 |

İNA Test Modülü

| Mali Veriler (mTL) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|-------------------------|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA | 22 | 31 | 69 | 79 | 118 | 148 | 185 | 225 | 266 | 310 |
| Net Kar | -7 | 26 | 54 | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. |
| Özkaynak | 28 | 54 | 168 | 148 | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. | m.d. |
| Hedef Çarpanlar | 2018 | 2019 | 2020 | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
| EV/EBITDA | 41,5 | 29,4 | 13,0 | 11,4 | 7,6 | 6,1 | 4,9 | 4,0 | 3,4 | 2,9 |
| F/K | -122,1 | 32,2 | 15,6 | a.d. | | | | | | |
| PD/DD | 30,1 | 15,6 | 5,1 | 5,7 | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. | a.d. |
| Yatırımın Geri Dönüşü | 2018 | 2019 | 2020 | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
| Yatırım/Amortisman | | | | 6,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 0,9 |
| Yatırım/Satış | | | | 23,9% | 2,7% | 3,3% | 3,2% | 3,2% | 2,8% | 2,9% |
| EBITDA Artışı | | | | 10 | 39 | 29 | 37 | 40 | 42 | 44 |
| Toplam Yatırım | | | | 128 | 25 | 34 | 42 | 51 | 54 | 61 |
| Geri Dönüş Süresi (Yıl) | | | | 12,7 | 0,6 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 1,3 | 1,4 |

INA Varsayımları

Şirket gelirlerinin 2020-2026 arasında yıllık bileşik %25,1 artacağı beklenirken 2026 yılında 1,7 milyar TL'lik gelire ulaşılmış olacaktır.

Projeksiyon döneminde amortisman giderleri ve yeni yatırımların etkisiyle genel yönetim gider değişimi görece enflasyondan farklılaşabilmektedir.

Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer şirketlerin ortalama kaldırıcı ve yönetim beklentileri dikkate alınmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalama verisi olan %20,4 risksiz getiri olarak alınırken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %21,8 AOSM belirlenmiştir.

Değerleme standartlarının izin verdiği uç değer büyüme oranı nominal ekonomik büyüme oranının altında tutulmuş ve %5 olarak alınmıştır. Uç değer büyüme oranına karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı ise 4,0x ile muhafazakar bir seviyeye işaret etmekte

Nakit akışları 2021/09 dönemine indirgenirken 2021 yılı sonu nakit akışından yılın ilk 9 ayındaki operasyonel nakit akışı çıkarılmıştır

2022'de baz etkisi öngörülmekte. 2021 yılının ikinci yarısında alınan Tüpraş ve Arçelik projelerine ek olarak enflasyonist ortamda artan fiyatlar ve yılın ikinci yarısında yapılan yüksek yatırımın etkisiyle yıl sonunda 551 m TL gelir beklenirken 2022 yılında söz konusu yatırım, yeni alınan projeler ve güncel zamların tam yıl etkili olacağı varsayılmaktadır. Ayrıca pandemik etkinin azalması ile ofisler, üniversiteler ve okulların tüm yıl boyunca açık kalması baz etkisi açısından 2022 yılını destekleyecektir. 2021 yılının son çeyreğinde artan yakıt fiyatları nedeniyle tedarikçilere zam yapılmasına rağmen Şirket müşteri zamlarını 2022 yılına kaydırmıştır. Yönetime göre Şirket 2022 yılında %43,7'lik büyüme ile 792 m TL net satışa ulaşacaktır. 2022 sonrası için özmal araç sayısının genel ekonomik büyüme ile ilişkili artması beklenirken tedarikçi araç sayısında ekonomik büyümenin üzerinde artış varsayılmaktadır. Yönetime göre tedarikçi araç sayısı finansman gerektirmediyi ve organizasyonel bir sinerji ile oluştuğu için reel ekonominin üzerinde artış gerçekleşecektir. Hem özmal hem de tedarikçi araçlarında araç başı gelir büyümesinin beklenen enflasyon ile ilişkili olacağı tahmin edilmektedir.

Kar marjı gelişimi. Özmal araçlar için araç başı personel sayısının geçmiş ortalamalara yakın gerçekleşeceği ve personel başı maliyetin beklenen enflasyon ile paralel hareket edeceği varsayılmaktadır. Özmal filosu için personel dışı maliyetler araç başı gider olarak modellenmiş ve araç başı giderler enflasyona paralel artırılırken artan filoya göre değişken giderler tahmin edilmiştir. Tedarikçi tarafında ise hem araç başı maliyetlerin hem de araç başı gelirlerin enflasyona paralel hareket edeceği varsayılmaktadır. Ayrıca filoya göre değişken giderler modellenmiştir. Pandemide iş modeli sadece okullara hizmet veren tedarikçiler zor duruma düşmüş ve müşteri kaybetmeye başlamışlardır. Boşa çıkan tedarikçiler Gürsel Turizm için hem arz fazlası nedeniyle birim maliyetlerin düşmesi hem de yeni müşterilerin elde edilmesi anlamına geldiği için Şirket'in brüt kar marjının projeksiyonda artacağı beklenirken projeksiyonda sadece 2022'de bu etki dikkate alınmıştır. 2021 yılının son çeyreğinde artan yakıt fiyatları nedeniyle tedarikçilere zam yapılmış ve giderlerde önemli bir artış yaşanmıştır. Şirket söz konusu zam oranını hizmet verdiği müşterilere 2022 yılında yansıtacağı için 2021 yılının son çeyreğinde brüt kar marjında gerileme yaşanacaktır. Müşteriye yansıtılan zam oranı tedarikçiler tarafından bilinmediği için Şirket brüt kar marjını belirlemede avantajlı konumdadır. Ayrıca 2020 yılına göre yeni yatırımların da etkisiyle ciddi amortisman gideri gerçekleşecek ve bu durum kar marjı ve net dönem karını etkileyecektir. Bununla birlikte 2022 yılında Şirket müşterilerine önemli oranda zam yapmayı planlamaktadır. Tedarikçilere ise 2021 son çeyreğinde zam yapıldığı için müşteri zamlarının altında 2022'de zam yapılacak ve bu durum amortisman hariç brüt kar marjını artıracaktır.

Faaliyet giderlerinin gelişimi. Genel yönetimde çalışan personel sayısının yıllara sari artması beklenirken 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. Şirket geçmiş 2 yılda olduğu gibi önemli bir pazarlama gider bütçesi oluşturmamıştır. Yıllara sari pazarlamada çalışan personel sayısının görece artması beklenirken personel başı giderlerin enflasyona paralel artacağı varsayılmıştır. Diğer pazarlama giderlerinin ise projeksiyon döneminde yıllık ortalama %20 artacağı varsayılmıştır.

Yatırım gelişimi. Okul ve üniversitelerin açılması ve özel sektörün ofislere dönmesi ile artan talebi karşılamak adına Şirket 2021 yılında yaklaşık 132 m TL yatırım gerçekleştirecektir. Yatırımın önemli bir kısmı taşıt yatırımı olmakla birlikte her yıl araç yenileme yatırımı da modele eklenmiştir. Araç yenileme yatırımı modellenirken eski araçların satışı ile yenileme yatırımının kısmen finanse edileceği varsayılmıştır. 2021 yılında yüksek yatırımın etkisi ile yatırım/net satış oranı %24 olarak gerçekleşirken projeksiyon döneminde rasyonun normalize olması ve %2,7-3,3 bandında hareket etmesi beklenmektedir. Projeksiyon döneminde yatırım/amortisman oranının ilerleyen dönemlerde 1x seviyesine yakınsayacağı varsayılmıştır. Artan yatırımın da etkisiyle projeksiyon döneminde amortisman giderlerinde önemli bir artış görülmektedir. Yükselen amortisman giderleri hem brüt kar marjı hem de genel yönetim gider değişimlerinde kayda değer değişimlere sebep olmaktadır.

Piyasa Çarpanları

**Yurtdışı benzer şirket çarpanları
806 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

Uluslararası Çarpanlar

22 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Yurtiçinde Şirket ile benzer alanda faaliyet gösteren halka açık firma sayısının az olması nedeni ile değerlemede Şirket'in bulunduğu sektörün dinamiklerini daha iyi yansıtabilmesi adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 23 Aralık 2021 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. 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

| Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketleri | | |
|---|-----------------|--|
| Şirket | Ülke | Açıklama |
| Jiangxi Changyun Co | Çin | Jiangxi Changyun Co., Ltd. otobüs taşımacılığı hizmeti vermektedir. Şirket, uzun mesafe tarifeli yolcu taşımacılığı, turizm taşımacılığı ve diğer hizmetleri vermektedir |
| Nishi-Nippon Railroad | Japonya | Nishi-Nippon Railroad Co., Ltd. kuzey Kyushu bölgesinde demiryolu ve otobüs taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Mie Kotsu Group | Hong Kong | Mie Kotsu Group Holdings, Inc., bağlı ortaklıklar aracılığıyla Mie vilayetinde otobüs ve taksi taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Shinkai Bus Co | Japonya | Shinkai Bus Co. otobüs taşımacılığı hizmeti vermektedir. Şirket ayrıca gazlı turlarında kullanılan charter otobüsleri işletmektedir. |
| Kwoon Chung Bus | Japonya | Kwoon Chung Bus Holdings Limited, iştirakleri aracılığıyla, belirlenmiş güzergahlarda otobüs taşımacılığı hizmetleri ile diğer ulaşım hizmetlerini sunmaktadır. |
| Hokkaido Chuo Bus | Japonya | Hokkaido Chuo Bus Co. ağırlıklı olarak Hokkaido'da toplu taşıma hizmeti vermektedir. |
| Keifuku Electric Railroad | Japonya | Keifuku Electric Railroad Co., Ltd., Kyoto şehri ve Fukui vilayetinde elektrikli yerel demiryolu ve otobüs taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Dongyang Express Corp | Güney Kore | Dongyang Express Corp., Güney Kore'nin büyük şehirleri arasında yolcu taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Chunil Express | Güney Kore | Chunil Express Co., Ltd., Güney Kore'deki büyük şehirlere hizmet veren şehirlerarası otobüs taşımacılığı sağlar |
| Weha Transportation | Endonezya | Weha Transportation, okul servisi, turizm, iş ve yolcu taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Delixi Xinjiang Transport | Çin | Delixi Xinjiang Passenger Transport Group Co., Ltd. ulaşım hizmetleri sunmaktadır. Şirket, şehirler arası, eyaletler arası ve şehirler arası otobüs hatları ile otobüs ulaşımı sağlamaktadır. |
| Alpha Seven Group | Vietnam | Alpha Seven Group JSC ulaşım hizmetleri sunmaktadır. |
| ComfortDelGro Corp | Endonezya | ComfortDelGro Corporation Limited, kara taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Firstgroup Plc | İngiltere | FirstGroup plc, Birleşik Krallık ve Kuzey Amerika'da otobüs ve demiryolu operasyonları bulunan uluslararası bir yolcu taşımacılığı grubudur. |
| Stagecoach Group Plc | İngiltere | Stagecoach Group plc, İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri ve Kanada'da faaliyet gösteren uluslararası bir taşımacılık grubudur. Şirket otobüs, tur otobüsü, tren ve tramvay hizmetleri vermektedir. |
| Go Ahead Group Plc | İngiltere | Go-Ahead Group PLC, otobüs ve demiryolu hizmetleri için bir kamu yolcu taşımacılığı şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Londra ve bölgesel otobüslerin yanı sıra demiryolu işletme hizmetleri sunmaktadır. |
| National Express Group | İngiltere | National Express Group plc toplu yolcu taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. Grup ekspres otobüsler, otobüsler ve trenler işletmektedir. |
| Rotata Plc | İngiltere | Rotata PLC, merkezi Midlands'da bulunan bir otobüs operatörüdür. |
| Nobina AB | İsveç | Nobina AB toplu taşıma hizmetleri sunmaktadır. Şirket, tarifeli sözleşmeli ve kapsamlı otobüs taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır. |
| Saudi Public Transport | Suudi Arabistan | Suudi Toplu Taşıma Şirketi, otobüs işletmekte ve Suudi Arabistan'ın ana şehirleri, kasabaları ve köylerinde ulaşım hizmetleri sunmaktadır. |
| Knutsford Express Services | Jamaika | Knutsford Express Services Ltd, Jamaika banliyöleri ile şehirler arasında otobüs taşımacılığı hizmeti sunmaktadır. |
| Associated Bus Co | Nijerya | Associated Co., Ltd. otobüs taşımacılığı hizmeti vermektedir. |

| Ulusalarama Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları | | | | 23 Aralık | Son 12 Ay | | | | | Net Satış Artış | | EBITDA Artış | | EBITDA Marjı | Son 12 Ay | Carl |
|--|---------------------------|------------------|------------|---------------|-----------|-------------|------|-------|---------------|---------------------|---------------------|--------------|------------------|--------------------|-----------|------|
| Bölge | Şirket | Bloomberg Ticker | Ülke | PD (Milyon\$) | EV/EBITDA | EV/Satışlar | F/K | PD/DD | EV/EBITDA 22T | Son Üç yıl YBBO (%) | Son Üç Yıl YBBO (%) | Son 12 Ay | Net Borç/ EBITDA | Net Borç/ Özkaynak | | |
| Asya-Pasifik Gelişmiş-Gelişmekte Olan | Jiangxi Changyun Co | 600561 CH Equity | Çin | 228 | M.D | 1,9 | M.D | 1,3 | M.D | -13,1% | 0,0% | M.D | - | 1,4 | | |
| | Nishi-Nippon Railroad | 9031 JP Equity | Japonya | 1.844 | 23,4 | 1,4 | M.D | 1,3 | 14,5 | -2,4% | -8,8% | 5,9% | 13,2 | 1,7 | | |
| | Mie Kotsu Group | 3232 JP Equity | Hong Kong | 446 | 18,2 | 1,7 | M.D | 1,0 | 10,8 | -7,4% | -12,4% | 9,4% | 10,8 | 1,7 | | |
| | Shinki Bus Co | 9083 JP Equity | Japonya | 174 | 9,3 | 0,5 | M.D | 0,5 | M.D | -6,6% | -100,0% | 5,0% | (0,9) | (0,0) | | |
| | Kwoon Chung Bus | 306 HK Equity | Japonya | 128 | 9,7 | 2,2 | M.D | 0,5 | M.D | -18,8% | -27,2% | M.D | 5,7 | 0,7 | | |
| | Hokkaido Chuo Bus | 9085 JP Equity | Japonya | 83 | M.D | M.D | M.D | 0,3 | M.D | -9,3% | 0,0% | -3,4% | - | (0,4) | | |
| | Keifuku Electric Railroad | 9049 JP Equity | Japonya | 52 | 9,8 | 1,3 | 49,1 | 0,8 | M.D | -2,4% | -1,3% | 13,1% | 5,3 | 1,0 | | |
| | Dongyang Express Corp | 084670 KS Equity | Güney Kore | 45 | M.D | 1,3 | M.D | 0,5 | M.D | -13,7% | 0,0% | -26,0% | - | 0,5 | | |
| | Chuni Express | 000650 KS Equity | Güney Kore | 79 | M.D | 3,4 | M.D | 2,6 | M.D | -13,3% | 0,0% | -30,2% | - | (0,1) | | |
| | Weha Transportation | WEHA IJ Equity | Endonezya | 14 | 20,2 | 1,9 | M.D | 1,8 | M.D | -14,9% | -13,3% | 9,5% | 11,2 | 0,7 | | |
| | Deixi Xinjiang Transport | 603032 CH Equity | Çin | 2.385 | M.D | 31,6 | 261 | 20,6 | M.D | -34,5% | 0,0% | M.D | - | (0,3) | | |
| | Alpha Seven Group | DL1 VN Equity | Vietnam | 66 | 215,3 | 8,0 | 32,1 | 1,3 | M.D | -6,0% | -30,4% | 3,7% | 25,4 | 0,1 | | |
| | Comfordelgro Corp | CD SP Equity | Endonezya | 2.174 | 6,5 | 1,1 | 18,8 | 1,1 | 4,3 | -2,8% | 0,0% | 22,8% | (0,4) | (0,1) | | |
| | | Ortalama | | 594 | 13,9 | 1,7 | 18,8 | 1,1 | 12,7 | -11,2% | -14,9% | 1,0% | 5,4 | 0,5 | | |
| | Medyan | | 128 | 9,8 | 1,5 | 18,8 | 1,0 | 12,7 | -9,3% | -1,3% | 5,4% | - | 0,5 | | | |
| | Minimum | | 14 | 6,5 | 0,5 | 18,8 | 0,3 | 4,3 | -34,5% | -100,0% | -30,2% | (0,9) | (0,4) | | | |
| | Maksimum | | 2.385 | 215,3 | 31,6 | 261,3 | 20,6 | 14,5 | -2,4% | 0,0% | 22,8% | 25,4 | 1,7 | | | |

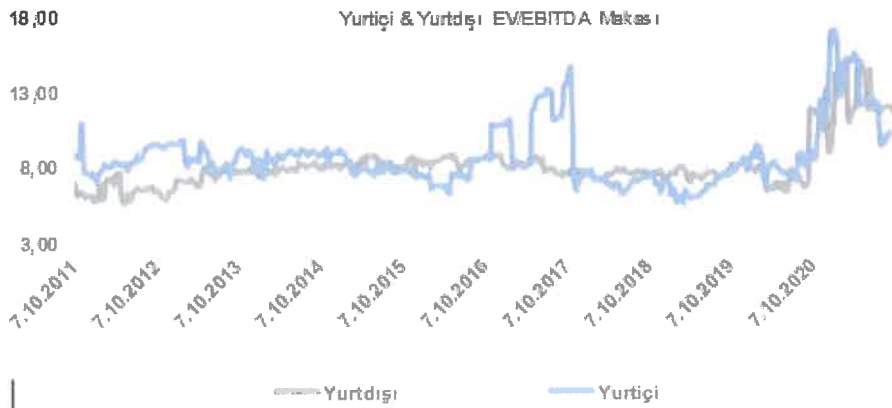
| Bölge | Şirket | Bloomberg Ticker | Ülke | PD (Milyon\$) | EV/EBITDA | EV/Satışlar | F/K | PD/DD | EV/EBITDA 22T | Son Üç yıl YBBO (%) | Son Üç Yıl YBBO (%) | Son 12 Ay | Net Borç/ EBITDA | Net Borç/ Özkaynak |
|---|------------------------|------------------|-----------|---------------|-----------|-------------|------|-------|---------------|---------------------|---------------------|-----------|------------------|--------------------|
| Avrupa Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler | Firstgroup Plc | FGP LN Equity | İngiltere | 1.039 | 1,4 | 0,3 | 73,6 | 1,0 | 1,3 | -10,1% | 8,0% | M.D | 0,2 | 0,1 |
| | Stagecoach Group Plc | SGC LN Equity | İngiltere | 627 | 3,9 | 0,7 | 12,0 | 3,7 | 3,3 | -30,8% | -10,9% | M.D | 1,5 | 2,1 |
| | Go Ahead Group Plc | GOG LN Equity | İngiltere | 372 | 1,2 | 0,2 | M.D | 1,4 | 1,5 | 3,9% | 24,0% | M.D | 0,5 | 1,1 |
| | National Express Group | NEX LN Equity | İngiltere | 2.022 | M.D | 1,4 | M.D | 1,1 | 5,5 | -3,7% | -8,1% | M.D | - | 0,7 |
| | Rotala Plc | ROL LN Equity | İngiltere | 21 | 8,7 | 1,0 | M.D | 0,5 | M.D | 14,2% | -2,2% | M.D | 11,8 | 2,1 |
| | Nobina AB | NOBINA SS Equity | İsveç | 1.035 | 5,2 | 1,1 | 13,8 | 5,0 | 7,0 | 7,3% | 18,0% | 20,1% | 2,5 | 3,2 |
| | | Ortalama | | 853 | 6,9 | 0,8 | 12,9 | 2,1 | 6,3 | -3,2% | 4,8% | 20,1% | 2,7 | 1,6 |
| | | Medyan | | 831 | 6,9 | 0,8 | 12,9 | 1,2 | 6,3 | 0,1% | 2,9% | 20,1% | 1,0 | 1,6 |
| | | Minimum | | 21 | 1,2 | 0,2 | 12,0 | 0,5 | 1,3 | -30,8% | -10,9% | 20,1% | - | 0,1 |
| | | Maksimum | | 2.022 | 8,7 | 1,4 | 73,6 | 5,0 | 7,0 | 14,2% | 24,0% | 20,1% | 11,8 | 3,2 |

| Bölge | Şirket | Bloomberg Ticker | Ülke | PD (Milyon\$) | EV/EBITDA | EV/Satışlar | F/K | PD/DD | EV/EBITDA 22T | Son Üç yıl YBBO (%) | Son Üç Yıl YBBO (%) | Son 12 Ay | Net Borç/ EBITDA | Net Borç/ Özkaynak |
|--|----------------------------|--------------------|-----------------|---------------|-----------|-------------|-----|-------|---------------|---------------------|---------------------|-----------|------------------|--------------------|
| Diğer Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler | Saudi Public Transport | SAPTCO AB Equity | Suudi Arabistan | 751 | 165,3 | 4,6 | M.D | 2,5 | M.D | 5,0% | -50,5% | 2,8% | 44,1 | 1,1 |
| | Knutsford Express Services | KEX JA Equity | Jamaika | 23 | 40,9 | 5,4 | M.D | 5,1 | M.D | -8,5% | -0,9% | 13,2% | M.D | 0,0 |
| | Associated Bus Co | ABCTrans NL Equity | Nijerya | 1 | 43,6 | 0,3 | M.D | 0,5 | M.D | 3,0% | -9,0% | 0,7% | M.D | 0,9 |
| | | Ortalama | | 258 | A.D | 2,4 | A.D | 1,5 | A.D | -0,2% | -20,1% | 5,5% | 44,1 | 66% |
| | Medyan | | 23 | A.D | 2,4 | A.D | 1,5 | A.D | 3,0% | -9,0% | 2,8% | 44,1 | 89% | |
| | Minimum | | 1 | 40,9 | 0,3 | - | 0,5 | - | -8,5% | -50,5% | 0,7% | 44,1 | 1% | |
| | Maksimum | | 751 | 165,3 | 5,4 | - | 5,1 | - | 5,0% | -0,9% | 13,2% | 44,1 | 108% | |

| Bölge | Şirket | Bloomberg Ticker | Ülke | PD (Milyon\$) | EV/EBITDA | EV/Satışlar | F/K | PD/DD | EV/EBITDA 22T | Son Üç yıl YBBO (%) | Son Üç Yıl YBBO (%) | Son 12 Ay | Net Borç/ EBITDA | Net Borç/ Özkaynak |
|--------|-----------------------|------------------|------|---------------|-----------|-------------|-------|-------|---------------|---------------------|---------------------|-----------|------------------|--------------------|
| Global | | | | 619 | 12,3 | 1,5 | 14,9 | 1,4 | 9,5 | -7,5% | -10,2% | 3,3% | 6,5 | 83% |
| | | | | 201 | 9,7 | 1,3 | 13,8 | 1,1 | 8,9 | -7,0% | -1,8% | 5,4% | 1,0 | 70% |
| | | | | 1 | 1,2 | 0,2 | 12,0 | 0,3 | 1,3 | -34,5% | -100,0% | -30,2% | -0,9 | -36% |
| | | | | 2.385 | 215,3 | 31,6 | 261,3 | 20,6 | 14,5 | 14,2% | 24,0% | 22,8% | 44,1 | 315% |
| | Gürsel Turizm (mn TL) | | | 806 | 9,7 | 1,7 | 13,8 | 5,4 | 8,9 | 16,2% | 57,7% | 15,3% | 0,7 | 0,3 |

Kaynak: Bloomberg

Grafik 5. Yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlarına yakın işlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Piyasa Çarpanları

BİST Ulaştırma Endeksi & Yurtiçi Benzerler & Ana Pazar

BİST Ulaşım endeksi, yurtiçi benzer şirket çarpanları ve Ana Pazar endeksi sırasıyla 777 mn TL, 1.213 mn TL ve 944 mn TL piyasa değerlerine ulaşılmıştır

Ulaştırma Endeksi ve yurtiçi benzerler. Gürsel Turizm, faaliyet alanı anlamında BİST 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 değerlemesinde dikkate alınmıştır. Şirket'in 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 muhafazakar 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 tespit edilmiştir.

| BİST Ulaştırma Endeksi | | | | | | Net Satış Artışı | EBITDA Artışı | 2021/09 | 2021/09 | 2021/09 | |
|------------------------|---------------------------|---------------|-------------------|---------------------|-------------|------------------|-------------------|-------------------|--------------|-----------------|-------------------|
| BİST Kodu | Şirket Adı | PD (MilyonTL) | EV/EBITDA 2021/09 | EV/Satışlar 2021/09 | F/K 2021/09 | PD/DD 2021/09 | 2019-2021 YBBO(%) | 2019-2021 YBBO(%) | EBITDA Marjı | Net Borç/EBITDA | Net Borç/Özkaynak |
| BEYAZ | Beyaz Filo | 997 | 18,0 | 0,5 | 27,3 | 5,9 | A.D | A.D | 2,8% | (2,08) | (0,61) |
| CLEBI | Çelebi | 5.392 | 11,0 | 3,1 | 32,1 | 8,8 | 6,4% | 21,7% | 27,7% | 1,98 | 1,91 |
| DOCO | DO-CO | 12.841 | 11,1 | 2,4 | 31,3 | 6,5 | -9,5% | -21,2% | 21,7% | 2,77 | 2,17 |
| GSDDE | GSD Denizcilik | 608 | 6,7 | 4,6 | 9,7 | 1,6 | 63,5% | 117,4% | 68,7% | (0,28) | (0,07) |
| PGSUS | Pegasus | 11.048 | 16,8 | 3,6 | (6,3) | 2,1 | -10,5% | -24,5% | 21,3% | 10,61 | 3,63 |
| RYSAS | Reysaş Lojistik | 1.438 | 8,4 | 2,9 | 32,7 | 2,5 | 20,6% | 22,5% | 34,4% | 3,97 | 2,20 |
| TLMAN | Trabzon Liman | 884 | 14,6 | 8,8 | 13,8 | 5,0 | 21,1% | 25,3% | 60,5% | (2,59) | (0,75) |
| TUREX | Tureks Turizm Taşımacılık | 1.409 | 12,3 | 2,5 | 20,6 | 4,0 | A.D | A.D | 20,4% | (0,09) | (0,03) |
| THYAO | Türk Hava Yolları | 34.666 | 7,5 | 2,1 | 5,9 | 0,6 | 1,2% | 40,0% | 27,6% | 5,78 | 2,06 |
| Ortalama | | 7.698 | 11,8 | 2,7 | 15,4 | 2,6 | 13,3% | 25,9% | 31,7% | 2,2 | 1,2 |
| Medyan | | 1.438 | 11,1 | 2,7 | 13,8 | 2,3 | 6,4% | 22,5% | 27,6% | 2,0 | 1,9 |
| Minimum | | 608 | 6,7 | 0,5 | (6,3) | 0,6 | -10,5% | -24,5% | 2,8% | -2,6 | -0,7 |
| Maksimum | | 34.666 | 18,0 | 8,8 | 32,7 | 8,8 | 63,5% | 117,4% | 68,7% | 10,6 | 3,6 |
| Gürsel Turizm | | 777 | 11,1 | 1,7 | 13,8 | 5,2 | 16,2% | 57,7% | 15,3% | 0,7 | 0,3 |

| BİST Benzer | | | | | | Net Satış Artışı | EBITDA Artışı | 2021/09 | 2021/09 | 2021/09 | |
|----------------------|---------------------------|---------------|-------------------|---------------------|-------------|------------------|-------------------|-------------------|--------------|-----------------|-------------------|
| BİST Kodu | Şirket Adı | PD (MilyonTL) | EV/EBITDA 2021/09 | EV/Satışlar 2021/09 | F/K 2021/09 | PD/DD 2021/09 | 2019-2021 YBBO(%) | 2019-2021 YBBO(%) | EBITDA Marjı | Net Borç/EBITDA | Net Borç/Özkaynak |
| BEYAZ | Beyaz Filo | 997 | 18,0 | 0,5 | 27,3 | 5,9 | 68,3% | 60,0% | 2,8% | 21,7% | (0,61) |
| TUREX | Tureks Turizm Taşımacılık | 1.409 | 12,3 | 2,5 | 20,6 | 4,0 | A.D | A.D | 20,4% | 19,5% | (0,03) |
| Ortalama | | 1.203 | 15,2 | 1,5 | 23,9 | 4,0 | 68,3% | 60,0% | 11,6% | 0,2 | -0,3 |
| Medyan | | 1.203 | 15,2 | 1,5 | 23,9 | 4,0 | 68,3% | 60,0% | 11,6% | 0,2 | -0,3 |
| Minimum | | 997 | 12,3 | 0,5 | 20,6 | 4,0 | 68,3% | 60,0% | 2,8% | 0,2 | -0,6 |
| Maksimum | | 1.409 | 18,0 | 2,5 | 27,3 | 5,9 | 68,3% | 60,0% | 20,4% | 0,2 | 0,0 |
| Gürsel Turizm | | 1.213 | 15,2 | 2,6 | 23,9 | 8,2 | 16,2% | 57,7% | 15,3% | 0,7 | 0,3 |

| BIST Ana Pazar Endeksi | | | | | | Net Satış Artışı | EBITDA Artışı | 2021/09 | 2021/09 | 2021/09 | |
|------------------------|---------------------------|----------------|-------------------|---------------------|-------------|------------------|-------------------|-------------------|--------------|-----------------|-------------------|
| BIST Kodu | Şirket Adı | PD (Milyon TL) | EV/EBITDA 2021/09 | EV/Satışlar 2021/09 | F/K 2021/09 | PD/DD 2021/09 | 2019-2021 YBBO(%) | 2019-2021 YBBO(%) | EBITDA Marjı | Net Borç/EBITDA | Net Borç/Özkaynak |
| AKSUE | Aksu Enerji | 855 | 74,0 | 54,8 | 1.443,1 | 27,2 | 11,1% | 11,4% | 74,1% | 307,2% | 1,18 |
| MERKO | Merko Gıda | 379 | (225,3) | 5,8 | 838,2 | 2,6 | -100,0% | -100,0% | -2,6% | 171,5% | (0,02) |
| DOCO | DO-CO | 12.841 | 11,1 | 2,4 | 31,3 | 6,5 | -9,5% | -21,2% | 21,7% | 276,6% | 2,17 |
| KRSTL | Kristal Kola | 321 | (216,3) | 1,2 | 89,9 | 1,3 | 28,4% | -5,1% | -0,5% | 5463,1% | (0,27) |
| IDEAS | İdealist Danışmanlık | 304 | 70,8 | 10,3 | 88,4 | 17,4 | A.D | A.D | 14,6% | -320,3% | (0,75) |
| BFREN | Bosch Fren Sistemleri | 3.162 | 72,4 | 10,2 | 85,4 | 39,2 | 17,9% | 4,1% | 14,1% | -12,0% | (0,06) |
| ALCAR | Alarko Camer | 3.644 | 61,8 | 3,6 | 74,3 | 7,9 | 31,3% | 546,8% | 5,9% | 238,1% | 0,32 |
| MAALT | Marmaris Alitnyunus | 1.660 | 1.575,7 | 313,2 | 72,7 | 13,5 | 0,0% | -19,0% | 19,9% | -13307,1% | (1,05) |
| MANAS | Manas Enerji Yönetimi | 316 | 17,7 | 4,5 | 53,3 | 2,8 | A.D | A.D | 25,4% | -1,4% | (0,00) |
| FMIZP | F-M İzmit Piston | 1.984 | 43,6 | 11,5 | 45,5 | 33,0 | 23,6% | 33,5% | 26,5% | -73,4% | (0,55) |
| CELHA | Çelik Halat | 369 | 11,1 | 0,7 | 44,2 | 7,2 | 33,7% | 87,6% | 6,4% | 70,4% | 0,48 |
| BAYRK | Bayrak Taban Sanayi | 173 | 16,2 | 3,1 | 40,9 | 3,1 | A.D | A.D | 19,0% | 154,6% | 0,32 |
| EDATA | E-Data Teknoloji | 848 | 35,0 | 4,8 | 38,8 | 6,5 | A.D | A.D | 13,6% | -433,1% | (0,72) |
| IHGZT | İhlas Gazetecilik | 680 | (26,3) | 1,8 | 37,3 | 0,8 | 8,6% | 47,0% | -6,6% | 3356,6% | (0,43) |
| GOLTS | Göllaş Çimento | 863 | 15,4 | 1,7 | 37,1 | 2,6 | 33,3% | -5,0% | 11,2% | 620,3% | 1,74 |
| KTSKR | Kütahya Şeker Fabrikası | 1.423 | 35,0 | 5,9 | 34,0 | 2,5 | A.D | A.D | 16,8% | -82,4% | (0,06) |
| USAK | Uşak Seramik | 453 | 6,5 | 1,1 | 17,2 | 1,1 | 35,6% | 30,5% | 16,8% | 204,5% | 0,51 |
| BMSCH | BMS Çelik Hasır | 343 | 25,1 | 1,0 | 32,1 | 2,3 | A.D | A.D | 3,8% | -141,3% | (0,13) |
| LINK | Link Bilgisayar | 344 | 30,1 | 15,1 | 30,8 | 7,0 | 27,4% | 41,2% | 50,3% | -392,7% | (0,81) |
| ULUUN | Ulusoy Un Sanayi | 1.369 | 10,3 | 0,3 | 30,2 | 2,3 | 53,7% | 47,7% | 3,1% | 412,7% | 1,51 |
| VBTYZ | VBT Yazılım | 580 | 24,4 | 3,3 | 29,1 | 4,5 | A.D | A.D | 13,4% | -367,3% | (0,59) |
| SEYKM | Seyitler Kimya | 646 | 90,2 | 11,5 | 28,6 | 11,0 | A.D | A.D | 12,8% | -266,4% | (0,31) |
| PENGD | Penguen Gıda | 711 | 18,7 | 2,4 | 28,4 | 2,3 | 38,4% | 234,1% | 12,6% | 186,5% | 0,26 |
| SANFM | Sanifoam Sünger | 453 | 19,2 | 3,4 | 25,6 | 11,1 | 21,1% | 83,0% | 17,7% | 104,1% | 0,63 |
| SAFKR | Saifkar Ege Soğutmacılık | 281 | 13,9 | 2,0 | 25,4 | 3,7 | A.D | A.D | 14,4% | -53,9% | (0,14) |
| ASUZU | Anadolu Isuzu | 2.251 | 10,1 | 1,2 | 25,0 | 3,7 | 33,7% | 69,1% | 12,0% | 85,4% | 0,34 |
| PKART | Plastikkart | 426 | 15,4 | 1,3 | 24,2 | 5,9 | 27,1% | 62,1% | 8,5% | -130,7% | (0,46) |
| ATEKS | Akın Tekstil | 1.173 | 40,6 | 3,3 | 23,6 | 2,2 | -7,6% | -6,8% | 8,2% | 186,8% | 0,11 |
| YEOTEK | Yeo Teknoloji | 1.362 | 17,1 | 3,3 | 22,9 | 7,6 | A.D | A.D | 19,2% | -18,0% | (0,08) |
| DESPC | Despec Bilgisayar | 247 | 12,7 | 0,5 | 22,5 | 2,2 | 54,9% | 18,5% | 3,7% | 308,1% | 0,71 |
| MERCN | Mercan Kimya | 673 | 12,9 | 1,4 | 20,6 | 2,6 | A.D | A.D | 10,6% | 85,8% | 0,18 |
| TUREX | Tureks Turizm Taşımacılık | 1.409 | 12,3 | 2,5 | 20,6 | 4,0 | A.D | A.D | 20,4% | -8,7% | (0,03) |
| EMKEL | Emek Elektrik | 225 | 6,9 | 1,2 | 20,4 | 2,2 | 57,3% | A.D | 18,1% | 98,1% | 0,37 |
| DURDO | Duran Doğan Basım | 672 | 10,1 | 1,9 | 20,4 | 6,9 | 34,0% | 34,6% | 18,9% | 210,7% | 1,81 |
| ACSEL | Acıpayam Selüloz | 219 | 21,5 | 3,0 | 18,9 | 3,8 | 35,1% | 42,9% | 13,8% | -60,5% | (0,10) |
| ISKPL | İşık Plastik | 1.103 | 13,9 | 2,8 | 18,3 | 3,1 | A.D | A.D | 19,9% | 72,4% | 0,17 |
| HATEK | Hatay Tekstil | 406 | 11,4 | 1,7 | 15,1 | 1,3 | 12,2% | 436,8% | 15,4% | 122,0% | 0,15 |
| DMSAS | Demisaş Döküm | 526 | 11,3 | 1,1 | 14,7 | 2,9 | 23,1% | 19,7% | 9,8% | 228,2% | 0,75 |
| PRKME | Park Elek.Madencilik | 935 | 23,9 | 13,4 | 14,3 | 1,2 | 374,9% | A.D | 56,2% | -2,2% | (0,00) |
| TMPOL | Temapol Polimer Plastik | 231 | 8,9 | 1,4 | 13,6 | 4,2 | 60,2% | 69,1% | 15,7% | 174,0% | 1,03 |
| FADE | Fade Gıda | 654 | 42,9 | 9,7 | 13,4 | 2,6 | A.D | A.D | 22,6% | 78,3% | 0,05 |
| BOSSA | Bossa | 2.695 | 9,9 | 2,9 | 12,8 | 6,4 | 32,3% | 68,0% | 29,3% | 173,3% | 1,36 |
| TUCLK | Tuççelik | 476 | 10,0 | 2,0 | 12,4 | 3,1 | 34,9% | 82,6% | 19,6% | 230,4% | 0,93 |
| KRTEK | Karsu Tekstil | 320 | 6,1 | 1,2 | 12,1 | 1,9 | 25,9% | 63,2% | 20,4% | 266,0% | 1,48 |
| MEGAP | Mega Polietilen | 241 | 9,0 | 0,6 | 10,9 | 3,4 | A.D | A.D | 6,8% | 185,5% | 0,89 |
| CUSAN | Çuhadaroğlu Metal | 777 | 7,8 | 1,1 | 10,8 | 3,2 | 49,6% | 138,0% | 13,6% | 24,3% | 0,10 |
| KLMSN | Klimasan Klima | 969 | 10,6 | 1,2 | 10,3 | 1,7 | 19,4% | 16,6% | 11,1% | 440,2% | 1,18 |
| TIRE | Mondi Tire Kutsan | 2.220 | 8,0 | 1,2 | 9,3 | 4,4 | 35,3% | 72,1% | 15,7% | 109,1% | 0,70 |
| EGPRO | Ege Profil | 2.880 | 6,2 | 1,3 | 9,1 | 3,4 | 47,9% | 81,4% | 21,8% | 29,0% | 0,16 |
| IHEVA | İhlas Ev Aletleri | 389 | 5,8 | 0,8 | 8,5 | 0,9 | 50,4% | 51,1% | 13,8% | 1,0% | 0,00 |
| ORGE | Orge Enerji Elektrik | 576 | 6,3 | 2,4 | 7,5 | 1,9 | 29,8% | 29,3% | 38,0% | 5,9% | 0,02 |
| MEPET | Metro Petrol ve Tesisleri | 185 | 6,6 | 0,5 | 6,6 | 0,7 | 0,1% | 11,5% | 7,0% | 140,7% | 0,19 |
| NATEN | Naturel Enerji | 1.370 | 12,3 | 7,4 | 2,8 | 1,0 | 77,8% | 65,6% | 60,2% | 63,6% | 0,05 |
| EDIP | Edip Gayrimenkul | 219 | 36,9 | 14,6 | (1,8) | (29,8) | -5,8% | -17,6% | 39,4% | 2820,7% | (96,19) |
| AKENR | Ak Enerji | 1.436 | 13,5 | 2,7 | (2,1) | (1,7) | 20,7% | 19,5% | 20,3% | 1107,0% | (7,93) |
| VKING | Viking Kağıt | 300 | 53,3 | 1,9 | (5,4) | (3,9) | 13,5% | -31,9% | 3,5% | 2408,8% | (3,20) |
| TEKTU | Tek-Art Turizm | 429 | 67,0 | 19,1 | (8,5) | 0,6 | -6,3% | -11,6% | 28,5% | 2962,6% | 0,44 |
| HURGZ | Hürriyet Gzt. | 1.261 | (7,8) | 3,9 | (9,8) | 2,4 | -6,2% | 46,8% | -49,8% | -1,4% | 0,00 |
| SAMAT | Saray Matbaacılık | 158 | 13,2 | 1,9 | (13,3) | 8,7 | -17,4% | 15,2% | 14,6% | 143,5% | 1,06 |
| SKTAS | Söktaş | 441 | 6,8 | 2,5 | (24,6) | 2,4 | -1,9% | 66,0% | 36,3% | 313,9% | 2,05 |
| YAYLA | Yayla En. Ür. Tur. Ve İnş | 159 | (45,2) | 23,3 | (30,0) | 2,4 | -27,4% | 101,5% | -51,5% | -830,8% | 0,54 |
| BTCIM | Batı Çimento | 3.028 | 22,5 | 3,1 | (31,6) | 13,2 | 38,6% | 89,6% | 13,6% | 841,3% | 7,89 |
| DAGI | Dagi Giyim | 372 | 16,9 | 2,1 | (42,6) | 1,5 | 22,0% | 9,6% | 12,3% | 277,6% | 0,29 |
| KATMR | Katmerçiler Ekipman | 972 | 13,7 | 4,1 | (66,0) | 1,5 | 5,9% | 99,7% | 30,3% | 415,8% | 0,65 |
| IZTAR | İz Hayvancılık Tarım | 315 | 478,2 | 15,2 | (71,8) | 11,9 | A.D | A.D | 3,2% | 2618,0% | 0,66 |
| ADEL | Adel Kalemcilik | 716 | 27,9 | 2,9 | (173,5) | 5,2 | 8,4% | -22,1% | 10,2% | 975,8% | 2,80 |
| Ortalama | | 1.016 | 13,5 | 2,2 | 18,3 | 2,7 | 27,2% | 54,6% | 7,5% | 25,5 | -0,5 |
| Medyan | | 551 | 12,3 | 1,9 | 18,1 | 2,6 | 25,8% | 34,6% | 13,8% | 0,9 | 0,2 |
| Minimum | | 158 | (353,4) | 0,2 | (177,6) | (29,8) | -100,0% | -100,0% | -796,2% | -133,1 | -96,2 |
| Maksimum | | 13.004 | 3.343,9 | 1.654,6 | 1.443,1 | 39,2 | 374,9% | 546,8% | 99,4% | 2928,3 | 7,9 |
| Gürsel Turizm | | 944 | 12,3 | 2,0 | 18,1 | 6,4 | 16,2% | 57,7% | 15,3% | 0,7 | 0,3 |

*Ana Pazar şirketlerinin çarpanları hesaplanırken spor hisseleri, bankacılık ve sigorta gibi finansal sektörde yer alan hisseler, GYO ve GSYO'lar ile mali sektör şirketleri elimine edilmiştir. Şirketlerin çarpanları hesaplanırken EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30 üzeri olanlar ile EV/Satış ve PD/DD çarpanlarından 5'ten büyük olanlar ortalama ve medyan hesabında göz önünde bulundurulmamıştır. Listenin sayfaya sığabilmesi adına gösterim amaçlı bazı ana pazar şirketleri tabloda gösterilmemiştir.

Çarpan Değerlemesi

Çarpan değerlemesine nihai değerde %50 ağırlık verilmiştir

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. 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 yansıtılabilmek 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.

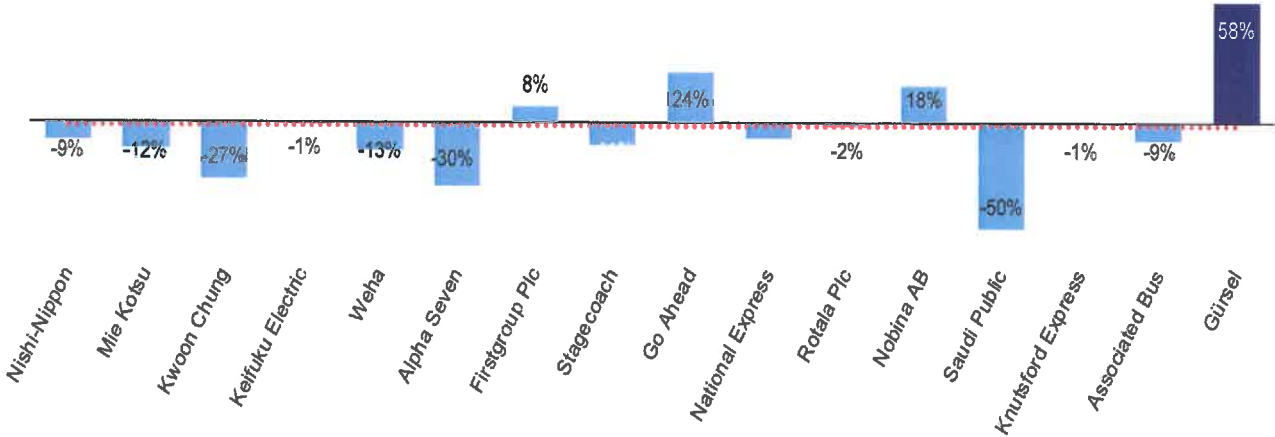
| Mn TL | Değer |
|---|--------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) | 15,2 |
| Yurtiçi Benzer Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri | 1.146 |
| Gürsel Turizm Net Borç 2021/09 | 51 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 1.095 |
| Mn TL | Değer |
| Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç | 56 |
| Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan F/K (x) | 23,9 |
| Yurtiçi Benzer Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri | 1.330 |
| Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri | 1.213 |

| Mn TL | Değer |
|--|------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| BIST Ulaşım Endeksi Medyan EV/EBITDA (x) | 11,1 |
| BIST Ulaşım Endeksi Şirketleri 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 |

| Mn TL | Değer |
|--|--------------|
| Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç | 76 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) | 12,3 |
| BIST Ana Pazar Şirketleri 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 |
| Mn TL | Değer |
| 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 |

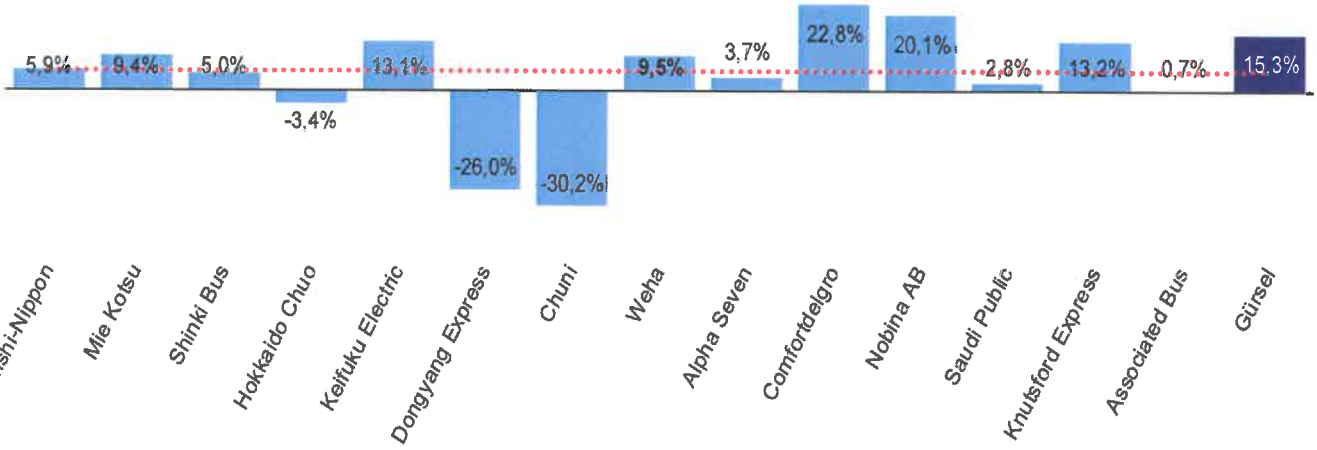
Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Büyümesi YBBO (2018-2021/09 4Ç)

..... Medyan: -0,018



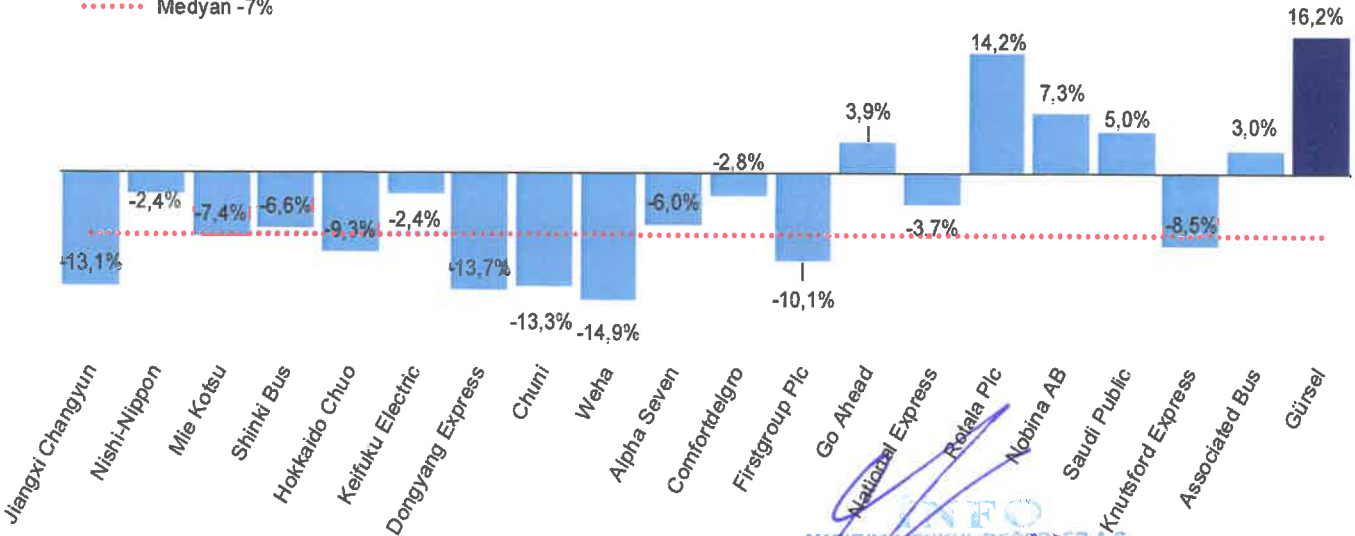
Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç

..... Medyan: %5,2



Yurtdışı Benzer Şirketler Satış Büyümesi YBBO (2018-2021/09 4Ç)

..... Medyan -7%



Sektör

%5,2 reel büyüme performansı

Servis ücretleri pandemi etkisi ile 2020 yılında enflasyonun oldukça altında artmış olmasına rağmen 2021 yılında pandemi etkisinin azalması ile servis ücretleri önemli bir artış sergileyerek normalize olmuştur

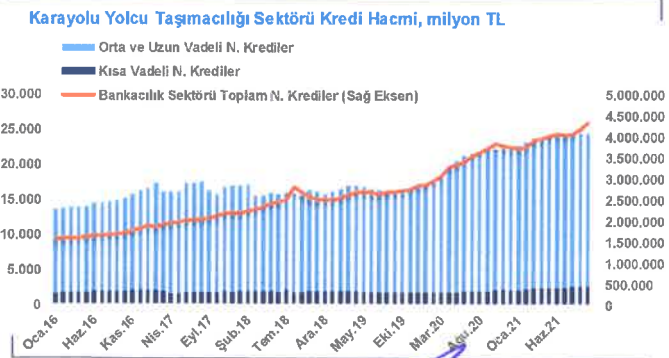
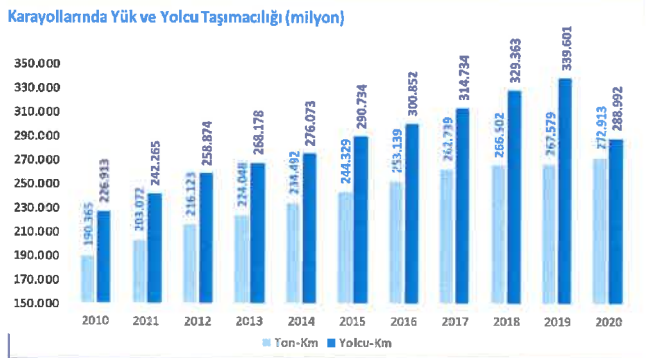
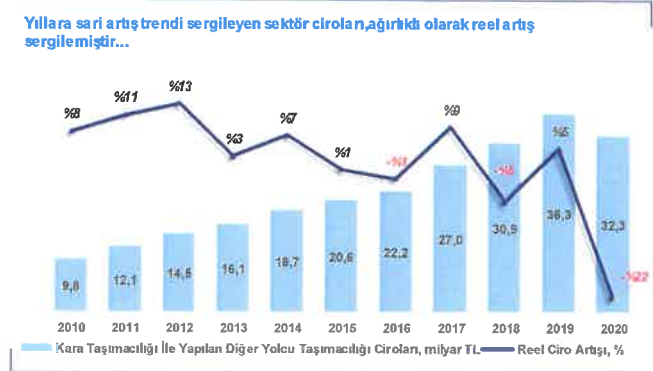
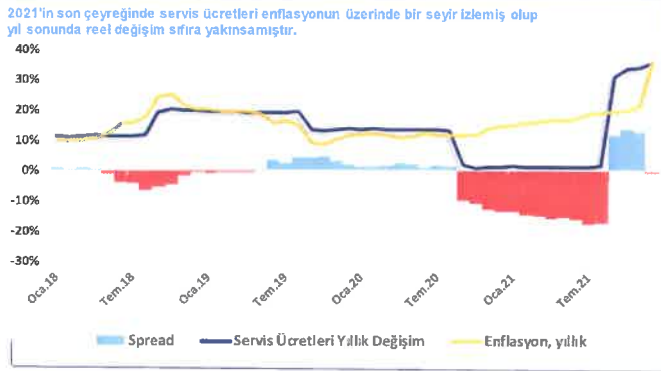
2021 Ekim ayı karayolu yolcu taşımacılığı sektörü nakdi kredi hacmi 24,6 milyar TL

Sektör Gelirlerinde Reel Artış. 2020 yılı, Covid-19 salgını kaynaklı karantina önlemleri nedeniyle reel ekonomide genel anlamıyla durgun bir yıl olarak seyretmiştir. TCMB sektör bilançoları verilerine göre kara taşımacılığı ile diğer yolcu taşımacılığı sektörü 2020 yılında sektör olarak %11 oranında gerileyerek toplamda 32,3 milyar TL ciro elde etmiştir. TCMB, sektör incelemesinde 11.625 adet firmayı incelemiş olup bu firmaların 9.138 adedi mikro, 2.428 adedi küçük ve orta, 59 adedi büyük ölçekli firmalardan oluşmaktadır. Normalize bir yıl olmayan 2020 yılı haricinde sektör ciroları, ortalama %5,2 reel büyüme performansı sergilemiştir

Servis Ücretleri. TÜİK verilerine göre servis ücretleri, 2018 yılında %19,9 artışla 189,1 TL'ye, 2019 yılında %13,8 artışla 215,3 TL'ye, 2020 yılında %1,2 artışla 217,8 TL'ye, 2021 yılında %35,94 artışla 296 TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artışın ana nedenleri enflasyondaki artış, son dönemlerde döviz kurlarında yaşanan volatilité ve emtia fiyatlarındaki küresel hareket kaynaklı yükseliştir. Servis ücretlerindeki yıllık değişim ile enflasyondaki seyir aşağıdaki grafikteki gibidir. Genel anlamda enflasyonun üzerinde fiyat performansı gösteren sektör, pandeminin patlak verdiği 2020'de enflasyona ezilmesine karşın karantina kısıtlamalarının kalkması ve aşılama faaliyetlerinin hız kazanmasıyla 2021'in son çeyreğinde enflasyonun üzerine çıkmıştır. Diğer bir ifade ile sektör yatırımcısını enflasyona karşı korumakta ve bu durum kur artışları ile meydana gelen enflasyonist dönemlerde kar marjlarının erimeden sürdürülebilir olarak devam ettirebilmesini sağlamaktadır.

Yük ve Yolcu Hacimleri. Karayollarında taşınan yük ve yolcu hacimlerinde de stabil bir artış seyri izlenmektedir. Pandemi şartları, 2020 yılında toplam yolcu sayısını azaltmakla birlikte, yük taşımacılığı kanadı hasarsız bir yıl geçirmiştir. Salgının seyrinde yaşanabilecek pozitif gelişmeler, yolcu taşımacılığı kanadında hacim artışlarını, stabil artış trendini ve normalize seviyeleri beraberinde getirecektir

Kredi Hacmi. BDDK verilerine göre karayolu yolcu taşımacılığı sektörünün nakdi kredi hacmi, Ekim 2021'de 24,6 milyar TL olarak gerçekleşirken, toplam bankacılık sektörü nakdi kredi hacmi 4.332,0 milyar TL olarak gerçekleşmiştir



Sektör

Sektör kredilerinin takipteki kredi alacakları pandeminin gölgesinde geçen 2020'de pik yapmış, sonrasında ortalamanın altında bir seviyeye gerilemiştir

Bankacılık Sektöründeki Yeri. Karayolu taşımacılığı sektörünün bankacılık sektörü toplam nakdi krediler içindeki payı Ekim 2021 itibarıyla pandeminin yolcu taşımacılığını olumsuz etkilemesi ile %0,61 oranına gerilemiş olup ortalamanın altında kalmıştır.

Takipteki Alacaklar. Ekim 2021'de sektörün kredilerinin takipteki alacak tutarı, bankacılık sektörü toplam kredi hacminin %1,59'unu oluşturmakla birlikte ortalama değer olan %2,28'in altında kalmıştır. Pandemide reel ekonominin durma noktasına gelmesiyle ağır bir darbe alan taşımacılık sektörü, 2020 yılında ortalamanın üstünde bir seyir izlemiştir.

Kredi büyümesi. Sektörün kredi büyüme oranı, bankacılık sektörü kredi büyüme oranlarıyla paralel hareket etmiş ve korelasyon oranı (2016-2021/09) %54 olarak gerçekleşmiştir.

Ekim Ayında Karayolu Taşımacılığı Sektörü Kredilerinin Toplam Krediler İçindeki Payı %0,58



Kaynak: BDDK

Sektörün yıllık kredi büyümesi Ekim ayı itibarıyla %10,5 seviyesinde

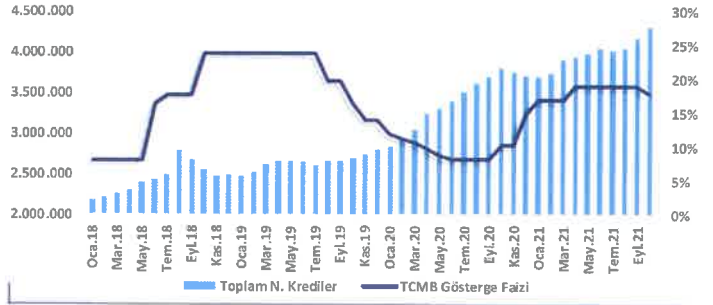


Kaynak: BDDK

Karayolu Yolcu Taşımacılığı Sektörü Kredileri Takipteki Alacak Oranı %1,6 seviyesinde ortalamanın altında...



Bankacılık Sektörü Kredi Hacmi & TCMB Gösterge Faiz Oranı ters korelasyonu...



Kaynak: BDDK, TCMB

28.12.2021
İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Tamer AKBAL
Genel Müdür

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

İNFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kıstaplı 10. S. Mecidiyeköy Yür. No:14
Kat:10 Mecidiyeköy - Beşiktaş / İstanbul
Tel: +90 212 319 90 90 E-posta: info@infoyati.com.tr
Mersis No: 0478 0001 2001 0011