



Gürsel Turizm Taşımacılık ve Servis Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

28 Aralık 2021



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 değerin 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.

İnfo 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 İnfö 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 ağırlıklandırılmaları 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 değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

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

Uluslararası değerleme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili 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 Değerlemelerde 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 artırımı, 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 artırımı, 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

- 1 **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 kuruluşla 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.
- 2 **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.**
- 3 **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 sistemine 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.
- 4 **Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA 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 normal yansıtan 2022 EBITDA'sı değerlendirilmiştir.

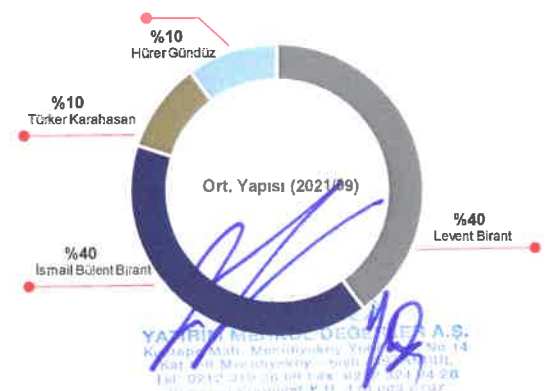
Gelir Tablosu (mTL)	2019	2020	2021T
Net Satışlar	417,8	444,5	550,9
EBITDA	30,5	68,9	79,0
EBITDA Marjı	7%	16%	14%
Net Kar	26,4	54,4	m.d.

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

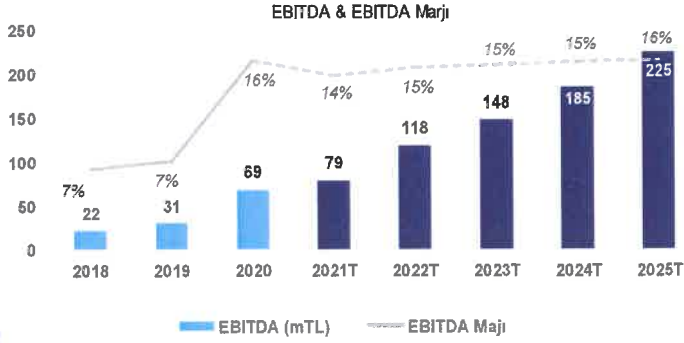
Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA21/09-4Ç
Yurtiçi Çarpanlar	15,2x
Yurtdışı Çarpanlar	9,7x
Ana Pazar	12,5x
Ulaştırma Endeksi	11,1x
Beyaz Filo	18,0x
Tureks	12,3x

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



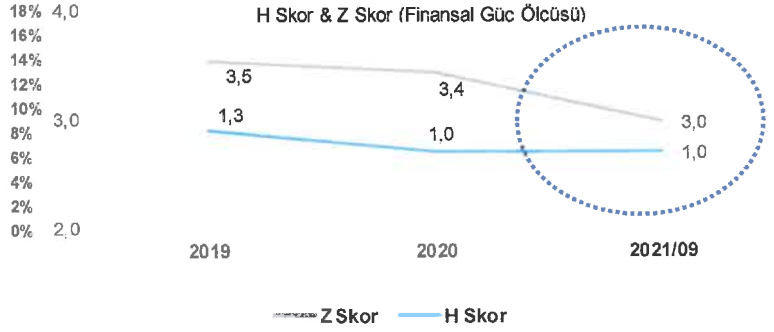
Yatırım Tezi

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



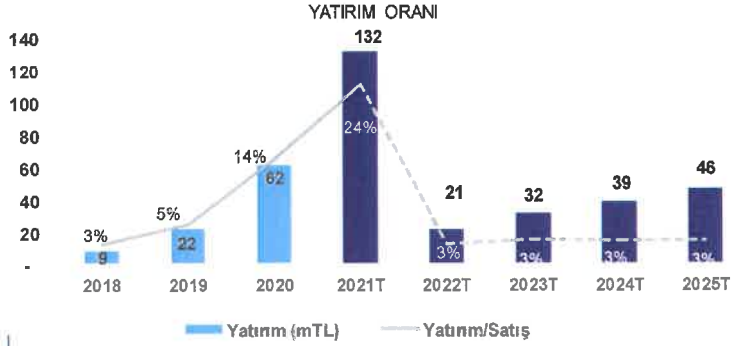
Kaynak: Şirket Tahminleri

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



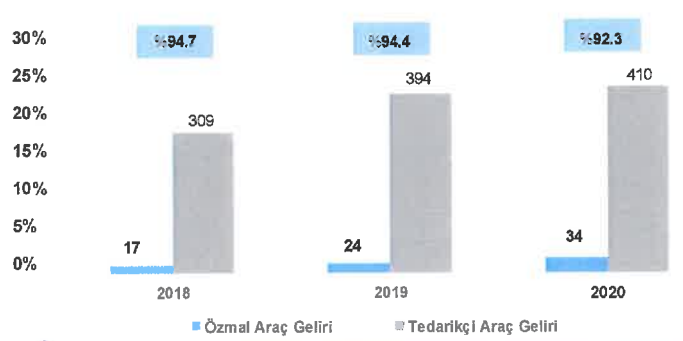
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risklerinin Tahmini, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akay

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...



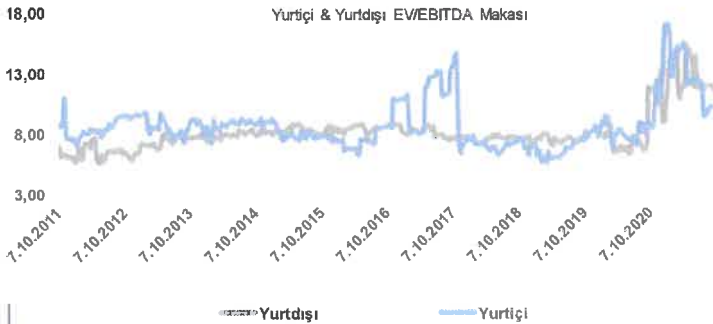
Kaynak: Şirket Tahminleri

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



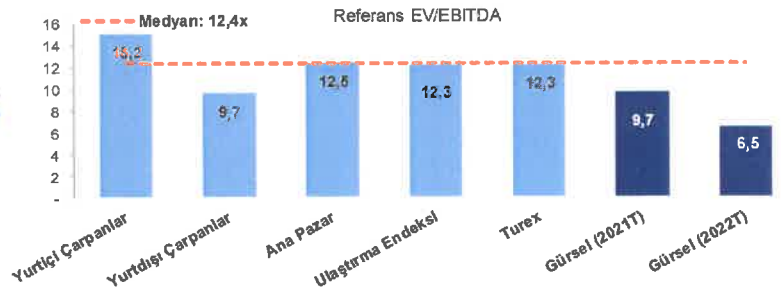
Kaynak: Şirket

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 öğrenciye ve tüm ülke genelinde 300'ün üzerinde saygın ve seçkin kuruluşa hizmet veren Türkiye'nin önde gelen ulaşım operatörlerindendir. 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 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. 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.

Değerlenen taşıt ve yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü. Şirket'in 2021/09 itibarıyla çoğunluğu arsalarından oluşan 42,8 mn 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 mn TL değer tespit edilmiştir. Bağımsız denetim söz konusu değerlemeyi yılsonu mali tablolarda 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 mn 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.

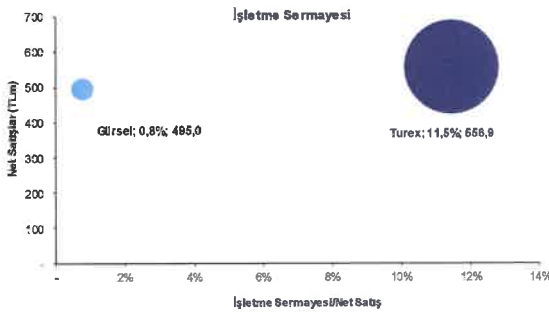
Pandeminin baz etkisi ve artan fiyatlar. 2021 yılının ilk yarısında süregelen hafta sonu ve tam kapanma, uzaktan eğitim ve çalışma eğiliminin sonlanması ile yılın son çeyreği itibarıyla Şirket normalize gelir ve karlılığa ulaşmaya başlamıştır. Yılın son çeyreğindeki söz konusu baz etkisinin 2022 yılında 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



*Belirli büyüklükte yıllıklandırılmış satışları göstermektedir.

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 tedarikçinin 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 oluşturmalarını 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 mn TL olan toplam yatırım 2020 yılında 62 mn TL'ye yükselirken çoğunluğu yılın ikinci yarısında olmak üzere Şirket 2021 yılını 132 mn TL gibi önemli bir yatırım tutarı ile kapatacaktır. 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 ağına genişletilmesi, mevcut büyük ölçekli müşterilerin Türkiye genelindeki tesislerinde daha önce teklif verilemeyen bölgelerde yatırım yapılarak kazanılması yönünde güçlü potansiyel bir alan görülmektedir.

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 etkiye bulunmuştur. Tam kapanma ve hafta sonu kapanmaları Şirket'in faaliyetleri için bir risk unsuru olarak görülmektedir. Her ne kadar pandeminin etkisinin azalacağı varsayılrsa da 2022 yılında yeniden 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 yansıyabilecektir.

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 düzelme 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 mn 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, LcWaikiki, Robert Koleji, Enka Okulları, Koç ve Sabancı Üniversitesi



Güçlü Finansallar – Altman Z, Springate S ve Fulmer H skorları gibi iflas modellemelerinde 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 mın 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 iskontosunu 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 değerlemede 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 iskontosunu. Gerek 2021 yılında gerekse de 2022 yılında yapılacak yatırım etkisini şirket değerine yansıtabilmek adına İNA yöntemine %50 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da değerde 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 modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başına 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

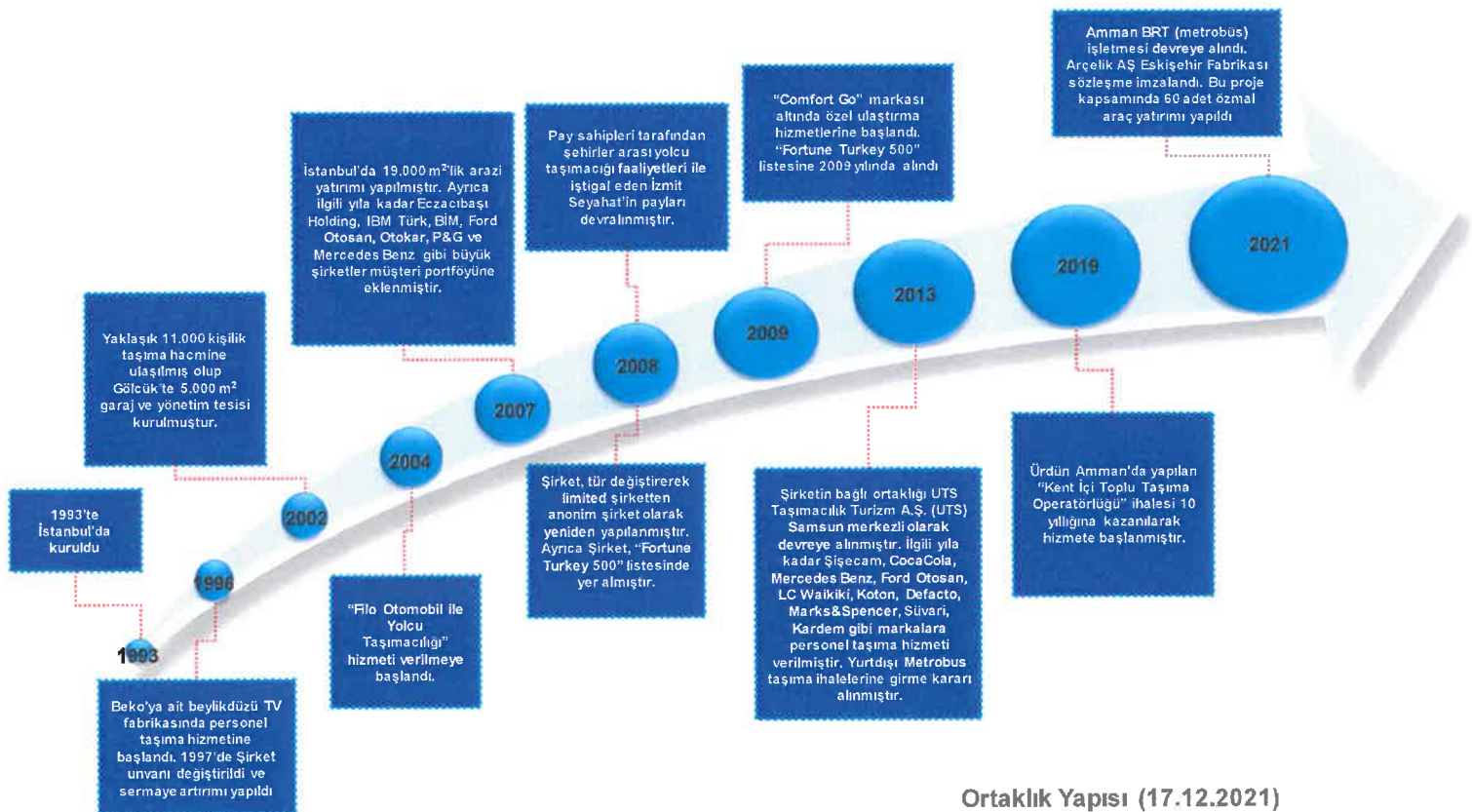
**Şirket, 2008 yılında Gürsel
Turizm Taşımacılık ve Servis
Ticaret A.Ş. olarak tür ve unvan
değiştirmiştir**

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 arttırılmıştır

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 ölçülerinde 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 gerçekleştirdiği 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 Hürer Fethi Gündüz'e, %10'luk kısmına karşılık gelen 8.700.000 TL nominal değerli paylar ise Türker Karahasanoğlu'na 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%
Hürer 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

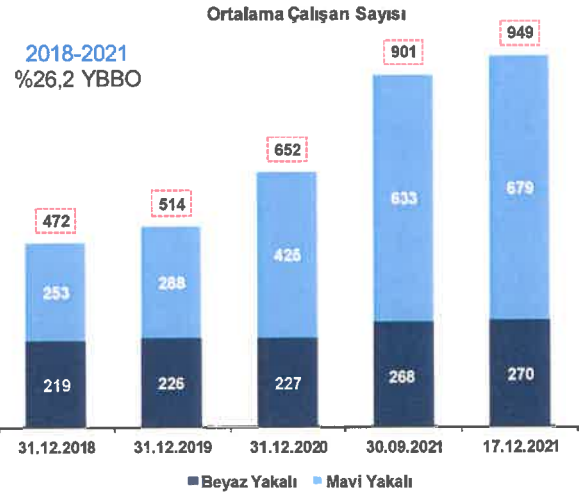
SAP yatırımı gerçekleştirildi

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 Autobus" 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 referansı 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 gerçekleştiremediği servis taşımacılığı faaliyetlerini üstlenmekte ve bu işlerde Gürsel Turizm'i taşıyon 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 sektör içerisinde.

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

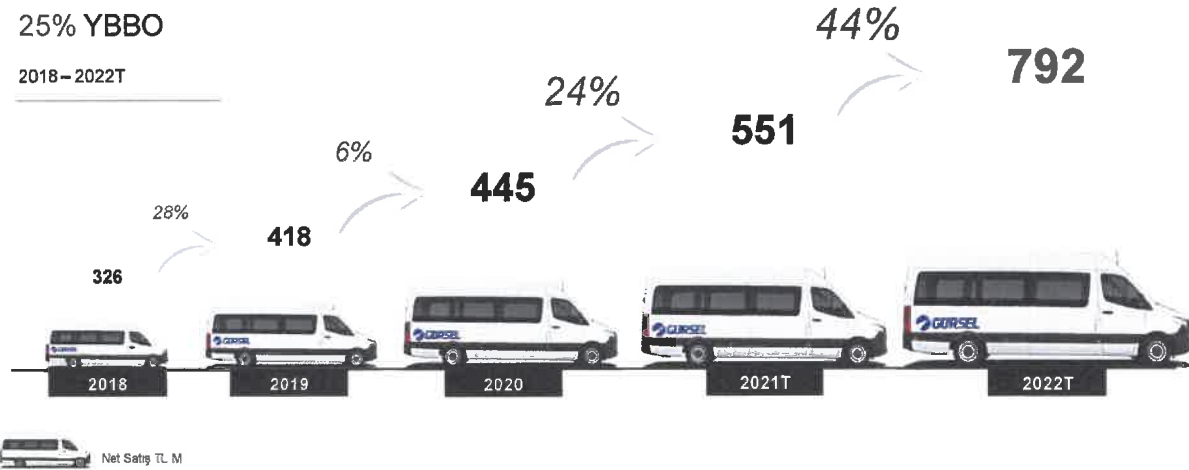
Bazı Referans Müşteriler		Bazı Referans Eğitim Kurumları	
Arçelik	THY	Enka Okulları (2006)	Açı Okulları Tüm Kampüsler (2020)
BP Petrolleri	TÜPRAŞ	Hisar Okulları (2006)	Özel İzmir Amerikan Lisesi (2021)
CocaCola	Veksan Aydınlatma	Robert Kolej (2006)	Özel İzmir Sev Anaokulu (2021)
Doğadan	Vivense	Özel 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 Ortaokulu (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)	

FAALİYET ÖZETİ

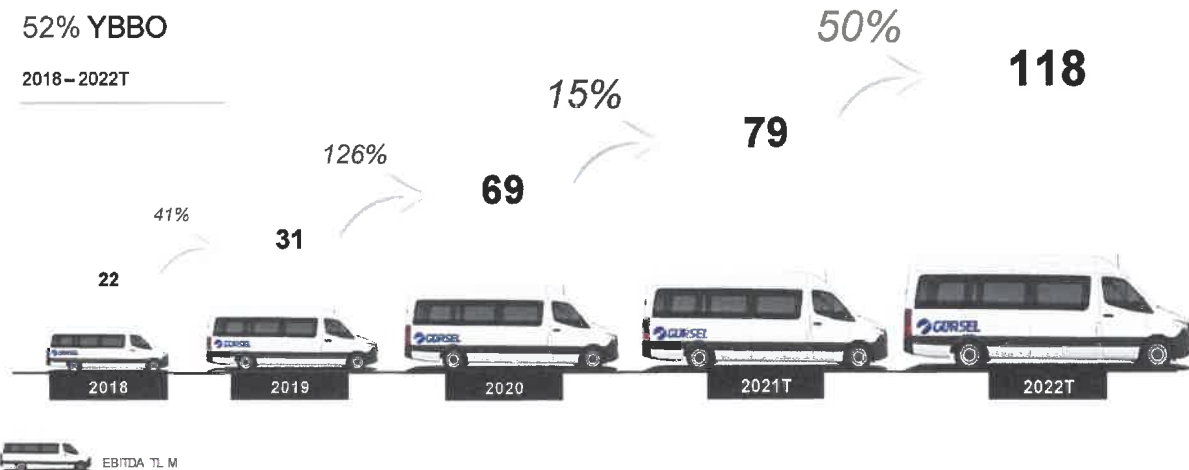
Ortaklar & Kuruluş	Hizmetler & Yatırım & Mali Veri	Referans Müşteriler & Sponsorluklar	Filo & Sektör
Ortaklar 40% Levent Birant 40% İsmail Bülent Birant 10% Hürer Fethi Gündüz 10% Türker Karahasan 1993 yılında kuruldu Merkez: İstanbul 7.462 araçlık toplam filo (Şubat 2022)	Personel Taşımacılığı Öğrenci Taşımacılığı Sürücü Araç Kiralama Şehir içi Toplu Taşımacılık Şehirler Arası Ulaşım Yatırım - Şirket, 2018'de 73 adet ve 8,2 mTL, 2019'da 98 adet ve 22,0 mTL, 2020'de 147 adet ve 50,1 mTL, 2021'de 243 adet ve 104,5 mTL araç yatırımı yapmış, tamamını finansal borçlanma yoluyla finanse etmiştir. - Ayrıca 2021'de 119 adet plaka yatırımı , Kocaeli'de 4.634 m² büyüklüğünde arsa satın alınmış ve özkaynakla finanse edilmiştir. - Şirket, halka arzdan elde edeceği fonun %70'i ile yatırım yapılması öngörülmektedir.	Bazı Referans Müşteriler - BP Petroleri - Coca-Cola - Ford Otosan - Fox TV - IBM Türk - Mercedes Benz - Migros - Koç Holding - P&G - Avusturya Lisesi - Açı Okulları - Enka Okulları - Hisar Okulları - Koç Üniversitesi - Robert Kolej - Sabancı Üniversitesi - Özel Musavi Lisesi - Özyeğin Üniversitesi Sponsorluk Anlaşmaları Fenerbahçe Spor Kulübü	Filo Şirket'in toplamda 7.462 araçlık filosu bulunmaktadır. Bu filodaki araçların 5.843 adedi personel taşımacılığı nda, 1.357 adedi öğrenci taşımacılığı nda kullanılmakta olup aktif olarak toplamda 6.704 adet aracı faal olarak kullanılmaktadır. Personel taşımacılığında kullanılan 5.843 adet aracın %7'si özmal, %93'ü tedarikçi araçlardan oluşmaktadır. Sürücü Araç Kiralama hizmetine (Comfort-Go) tahsis edilmiş 262 adet aracın 138'i özmal araç ile filo taşımacılık hizmeti vermektedir. Sektör Şirket'in, kara yolu ile yolcu taşımacılığı sektöründe işgal etmektedir. TCMB verilerine göre 2019 yılında 36,3 milyar TL ciro elde eden sektör, Covid-19 salgını ile birlikte %11 gerileyerek 32,5 milyar TL'ye gerilemiştir. Covid-19 salgınında büyük darbe alan sektör, aşılama sürecindeki pozitif gelişmeler ve vaka sayılarındaki düşüşle birlikte toparlanma eğilimine girmiş ve salgın öncesi seviyelere yakınsamıştır. 2010-2019 yılları arası (2020 normalize bir yıl olmaması sebebiyle hesaplanmaya dahil edilmemiştir.) karayollarında taşınan yolcu sayısı artışı ortalama yıllık %5, ortalama nüfus artış hızı %1,3 seviyesindedir.
	Mali Veriler & Büyüklük 2021-4Ç 2021T Net Satışlar 366 mTL 551 mTL EBITDA 76 mTL 79 mTL Özkaynak 149 mTL m.d. Aktifler 444 mTL m.d. Net Kar 37 mTL m.d.		

25% YBBO

2018 – 2022T


52% YBBO

2018 – 2022T



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 ulusal 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 çoğunlukla olarak organize sanayi bölgelerinde yer alan fabrikalar, ulusal ve çok ulusal şirketlerden meydana gelmektedir. Şirket faaliyete başladığı 1993 yılından bu yana hizmet verdiği şirketler arasında Beko, Arçelik, Eczacıbaşı, IBM Türk, BİM, Fenerbahçe Spor Kulübü, Ford Otosan, Şişecam, Camişiş 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 bilirliliği yüksek okullarından Robert Koleji ve Enka Okulları yer almaktadır.

Müşteri yoğunlaşması riski düşük. İlk on müşterinin satış içindeki payı 2021/09 itibari 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, Bahrein, 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 görülmemektedir. 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 Bornova 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 evleri)	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

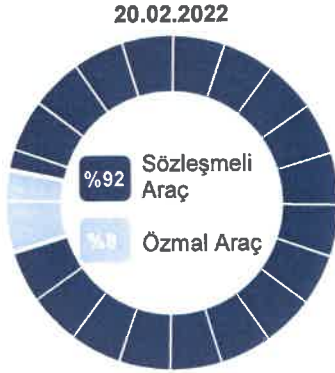
Hali Hazırda Taşımacılığı Yapılan Üniversiteler

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 artırdı

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 belirlemek, 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 nedeniyle aynı araç sayısı ile daha fazla sefer yapılabilmesi 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.

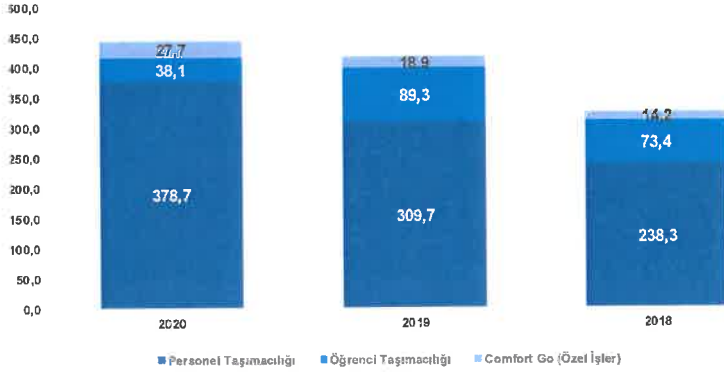
Aktif Personel Taşımacılığı Bölgesel Kırılımı 20.02.2022

Coğrafi Bölge	Sözleşmeli Araç	Özmal Araç	Toplam
Personel Taşımacılığı			
Marmara Bölgesi	4.170	313	4.483
Ege Bölgesi	237	6	243
Karadeniz Bölgesi	83	25	108
İç Anadolu Bölgesi	272	63	335
Akdeniz Bölgesi	68	0	68
Doğu Anadolu Bölgesi	9	0	9
Güneydoğu Anadolu Bölgesi	11	0	11
Toplam	4.850	407	5.257

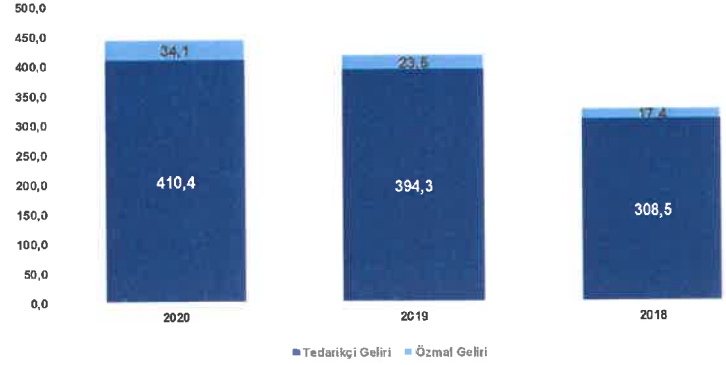
Aktif Kullanılan Araçların Faaliyetler Bazında Kırılımı

	20.02.2022	30.09.2021	2020	2019	2018
Personel Taşımacılığı	4.845	5.177	3.466	3.706	3.478
Öğrenci Taşımacılığı	1.142	1.193	409	1.015	1.040
Sürücülü Araç Kiralama Hizmetleri	121	239	346	711	706
Şehirler Arası Taşımacılık	0	0	4	5	10
Toplam	6.108	6.609	4.225	5.437	5.234

Gelir Kırılımı (milyon TL)



Tedarikçi vs Özmal Gelir Kırılımı (milyon TL)



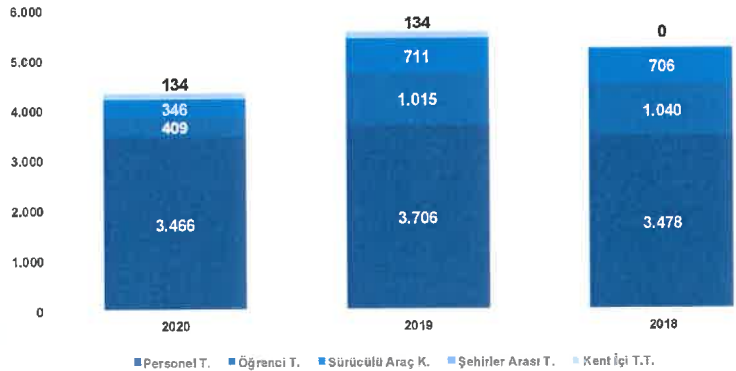
Pandemiden en çok etkilenen sektörlerden olmasına rağmen Şirket 2020'de cirosunu artırabilmiştir.

Gelirler (milyon TL)



Kaynak: Şirket

Aktif Kullanılan Araçların Faaliyetler Bazında Kırılımı



Sözleşmeli & Özmal Araç Kırılımı

20.02.2022

	Sözleşmeli Araç				Özmal Araç				Toplam Araç				KKO	
	Toplam Filo		Aktif Kullanılan		Toplam Filo		Aktif Kullanılan		Toplam Filo		Aktif Kullanılan			
	30.09.2021	20.02.2022	30.09.2021	20.02.2022	30.09.2021	20.02.2022	30.09.2021	20.02.2022	30.09.2021	20.02.2022	30.09.2021	20.02.2022	30.09.2021	20.02.2022
Personel Servis Taşımacılığı	5.420	5.438	4.770	4.845	407	405	407	405	5.827	5.843	5.177	5.250	90,1%	89,9%
Öğrenci Servis Taşımacılığı	1.281	1.290	1.128	1.142	65	67	65	67	1.346	1.357	1.193	1.209	89,8%	89,1%
Sürücülü Araç Kiralama Hiz.	130	138	115	121	124	124	124	124	254	262	239	245	96,5%	93,5%
Toplam	6.831	6.866	6.013	6.108	596	596	596	596	7.427	7.462	6.609	6.704	89,0%	89,8%

Maliyetler

SHM içerisindeki en önemli kalem tedarikçi maliyeti

Pandemi ile çift vardiya sistemine geçiş, %50 koltuk kapasitesi ile çalışma talebi ve öğrenci taşımacılığının personel taşımacılığına kaydırılması brüt kar marjını yukarı çekmiştir

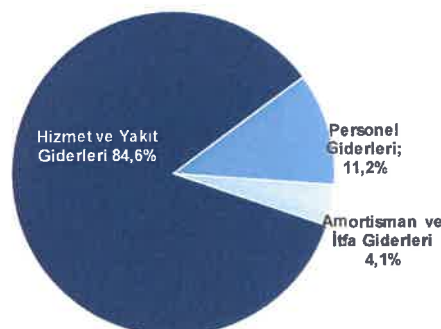
Karlılığı personel taşımacılığına göre daha düşük olmasına rağmen öğrenci taşımacılığı faaliyetinde bulunulmasının ana nedeni öğrenci taşımacılığının yapılabilmesi için sağlanması gereken kriterlerin çok daha detaylı olması nedeniyle marka değerinin artırılmasıdır. Diğer bir ifade ile öğrenci taşımacılığı bir marka yatırımı olarak düşünülmelidir.

SHM'nin önemli bölümü tedarikçi maliyeti. 2015 yılında T.C. Cumhurbaşkanlığı tarafından İstanbul'da servis araçları plakalarının (taksi plakalarında olduğu gibi) taahhütlü plaka kapsamına alınacağı duyurulmuştur. İstanbul ilini kapsayan plaka taahhüdü uygulamasının prosedürlerinin netleşmesiyle birlikte, şirketlerin özmal araç sayılarına oranlı olarak tedarikçi çalıştırma hakları tanınmıştır. Şirket, sahip olduğu özmal araç sayısı ile "A Grubu Servis Taşımacılığı Yetki Belgesi" almış olup, özmal taahhütlü plaka sayısının 19 katına kadar tedarikçi araç çalıştırabilmektedir. Tanınan bu haktan dolayı filo içerisindeki araçların büyük bölümü tedarikçi araçlarından oluşmaktadır. Tedarikçi araçlara ödenen bedel sefer başına anlaşılan ücretlerden oluşmakta olup diğer tüm giderleri tedarikçi karşılamakta ve Şirket başka herhangi bir maliyete katlanmamaktadır. Bununla birlikte özmal araçlar kullanılarak yapılan taşımacılığa personel, yakıt, bakım & onarım ve sigorta gibi tüm giderler Şirket tarafından karşılanmaktadır. Dolayısıyla hizmetin önemli bölümünün tedarikçi araçlar vasıtası ile karşılanıyor olması nedeniyle maliyetlerin büyük bölümü tedarikçilere ödenen komisyonlardan oluşmakta diğer giderler ise çok daha düşük tutarlarda olmakla birlikte özmal araçlar ile verilen hizmetlerde katılan personel, yakıt, bakım & onarım ve sigorta gibi giderlerden kaynaklanmaktadır. Tedarikçi giderleri ile özmal araçların yakıt giderleri maliyetler içerisinde Hizmet ve Yakıt Giderleri adı altında sınıflandırılmaktadır. Özmal araçları kullanan şoförler ile filo yönetiminde doğrudan veya dolaylı olarak görev alan personeller, bölge ofislerinde çalışan personeller ve okullarda bulunan temsilci personellerin giderleri ise SHM içerisinde personel giderleri başlığı altında sınıflandırılmaktadır. SHM içerisindeki amortisman giderleri ise büyük çoğunlukla özmal araçların amortismanlarından meydana gelmektedir.

Kar marjında artış. 2020 Mart itibari ile etkisini göstermeye başlayan pandemi ile birlikte yaşanan kapanmalar en çok öğrenci taşımacılığını etkilemiştir. Bununla birlikte öğrenci taşımacılığı personel taşımacılığına göre oldukça kapsamlı olarak yönetilmesi gereken bir hizmet olduğundan öğrenci taşıma yönetim maliyeti, personel taşıma bölümünden 3 kat daha yüksektir. Pandemi ile kapanmaların yaşanması ve özellikle öğrenci taşımacılığının durma noktasına gelmesi ile daha az karlı olan öğrenci taşımacılığı bölümünden kullanılan özmal araçlar karlılığı yüksek olan personel taşımacılığı kısımlarında tedarikçi araçlar yerine kullanılmaya başlanmış ve bu durum karlılığı olumlu etkilemiştir. Covid-19 pandemisi 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. Şirket'in karlı operasyonlarında araç sayısı artıp, bu hatlarda piyasadaki araç fazlalığından yararlanarak birim maliyetler düşürülmüştür. Ek olarak araç optimizasyonu ve yakıt tasarrufu elde etmek için araç takip sistemlerine yatırım yapılmış ve bu durum verimlilik ile birlikte karlılıkta artışa sebep olmuştur. Öğrenci taşımacılığında kullanılan araç sayısının azalması nedeniyle azalan personel sayısına ek olarak söz konusu personel için kısa çalışma ödeneğinden yararlanılmış ve bu durum da maliyetleri cüzde olsa aşağı çekmiştir.

SHM Kırılımı (mTL)									
					Değişim		Oran		
Gider Kalemleri	2018	2019	2020	2021/09	2020/2019	YBBO 2020/2018	2021/09	2020	
Hizmet ve Yakıt Giderleri	247,7	350,3	339,5	260,4	(3)%	17,1%	84,6%	91,3%	
Personel Giderleri	22,3	26,3	26,7	34,5	2%	9,5%	11,2%	7,2%	
Amortisman ve İtfa Giderleri	3,0	3,5	5,6	12,7	60%	37,4%	4,1%	1,5%	
Toplam	273,0	380,1	371,8	307,7	(2)%	17%	100%	100,0%	

SHM Kırılımı (2021/09)



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 kuralları ve yönetmelikleri 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 ilerde personel ve öğrenci taşımacılığı faaliyetinde bulunabilmek adına araç yatırımının yanı sıra tahditli plaka temini gerekmekte olup, Şirket bu kapsamda yıllar itibarı 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.

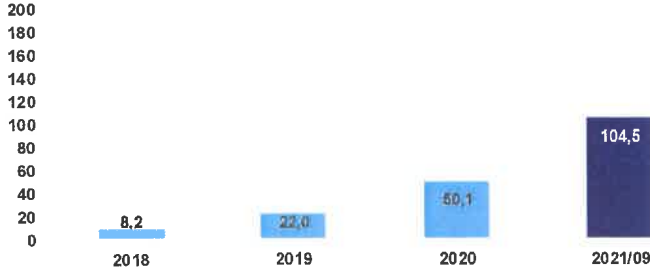
Maddi duran varlık yatırımlarının %90'ından fazlası araç yatırımı. Son dört yıl içerisinde yapılan yatırım harcamaları incelendiğinde yatırımların %90'ından fazlasının araç yatırımı olduğu görülmektedir. Maddi duran varlık yatırımı kapsamındaki diğer yatırımlar ise toplam yatırıma kıyasla oldukça düşük seviyelerde olan bilgisayar, cep telefonu, yazıcı ve klima gibi ekipmanlardan oluşan demirbaş yatırımlarıdır. Ek olarak 2021/09 itibarı 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 itibarı 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 itibarı 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 anlaşılabacağı 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 gelirinin 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 itibarı ile pandemi etkisinin azalmasıyla ile araç yatırımdaki artış hızlanmıştır.

Toplam Araç Yatırımı (milyon TL)

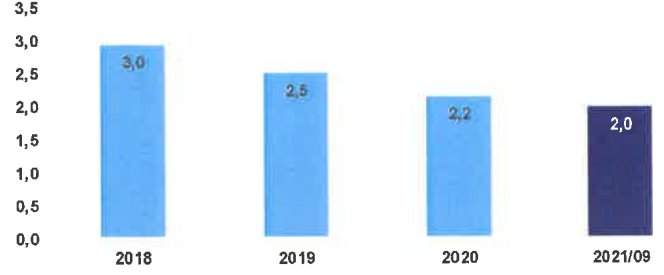


■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021/09

Kaynak: Şirket

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

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

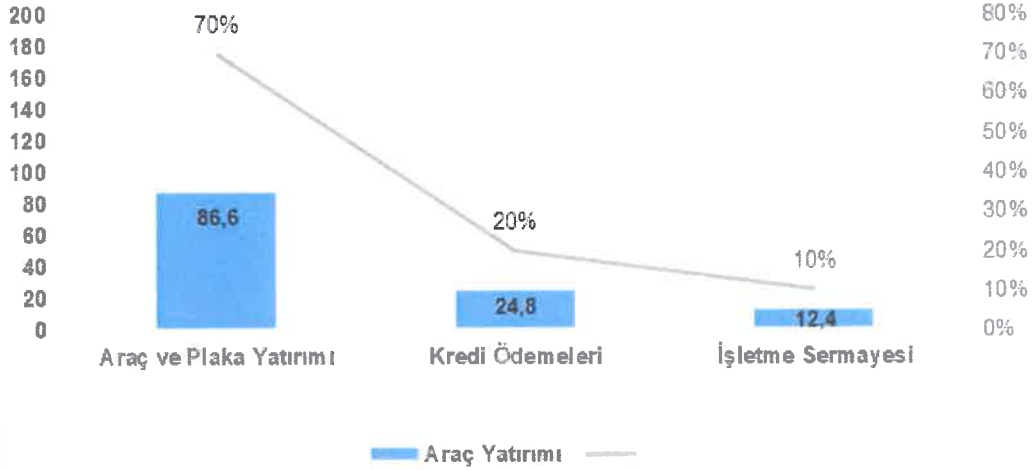


■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021/09

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 oluşturmaktadır. 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 itibariyle ilişkili taraflardan yaklaşık 9,7 mn TL ticari alacak bulunmaktadır. 2020 yılı sonu itibariyle 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 rehnin 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 itibariyle 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 itibariyle 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 karşılığ; 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 faturalaştırma 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, sigortalamaya 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 geilemektedir. Diğer dönem varlıklar önemli oranda KDV alacaklarından oluşurken hesapın 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 kari 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 kari her geçen dönem artmakta olup Ürdün'de metrobüs işletimi gerçekleştirmektedir. Şirket yönetimi Gürsel Ürdün'ün 2021 sonunu konsolidasyon payına düşecek kar olan 8 mn TL ile kapatmasını bekleirken 2022 yılında Gürsel Ürdün'ün şirket bilançosuna bırakacağı net dönem karının 13 mn 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 muhasebeleştirmiştir. Gürsel Turizm, ortakların pay devri sonrası Gürsel Taşımacılık paylarını %100 oranında satın alırken dolayıy 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 mn 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 mn TL olan maddi duran varlık toplamı 2020 yılında yapılan değerlendirme sonrası 160,5 mn 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 mn TL yatırım gerçekleştirmiş ve ayrılan amortisman ve satılan araçlar sonrası maddi duran varlıklar 2021/09'da 217,9 mn TL'ye yükselmiştir. Şirket yönetimine göre son dönemde araç fiyatlarından yaşanan artışta taşıt değerleri yaklaşık 200 mn TL artmıştır. Bu durum maddi duran varlıkların rayic değerinin 400 mn TL'nin üzerinde olabileceği anlamına gelmektedir.

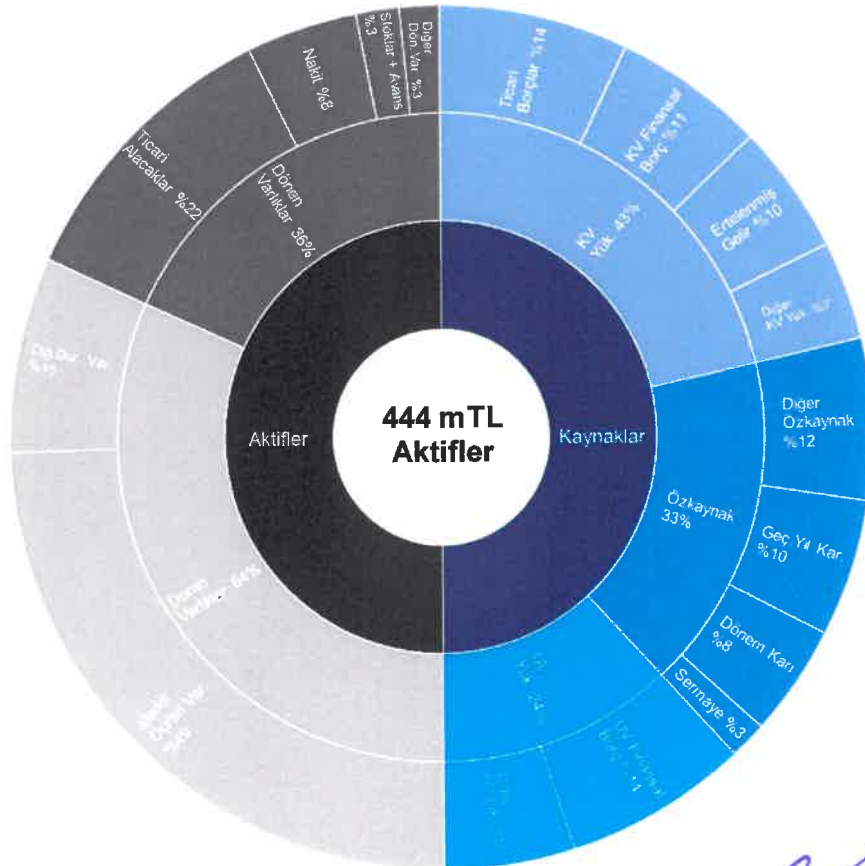
Finansal Analiz

Plakalarda belediye tahdidi bulunmakta

Plaka değerlerinin arttığı tahmin edilmekte. Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları araç plakalarından oluşurken 2021/09 itibariyle defter değeri yaklaşık 2 m TL seviyesindedir. Plakalar defter değerinden 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	2018 Gerçekleşmiş	2019 Gerçekleşmiş	2020 Gerçekleşmiş	2021/09 Gerçekleşmiş
Gürsel	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş	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 artışlarıdır.

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 yansıtmaktadır. 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	2018	2019	2020	2021/09
Gürsel	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	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

Finansal Analiz

Net satışlarda görülen diğer gelirler Shell'e kesilen komisyonlardan oluşmaktadır. Tedarikçilere Shell kartı verilmekte ve Shell istasyonlarına yönlendirilmeleri sağlanarak komisyon geliri elde edilmektedir.

Tekil çalışan servislerin pandemide zora düşmesi sermayesi güçlü Gürsel Turizm gibi firmalar için yeni fırsatlar doğurmuştur.

2021 yılının ortasında portföye dahil edilen Arçelik'te brüt kar marjı %32 gibi önemli bir seviyede gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2018-2019 yıllarına göre personel, diğer giderler ve vergi resim harç giderlerinde sağladığı tasarruf da pazarlama giderlerinin 2020-2021 döneminde geçmişin altına düşmesine sebep olmuştur.

2018 yılında genel yönetim giderlerinde yer alan yaklaşık 379 bin TL olan kiralama giderlerinin 2021/09'da 46 bin TL'ye gerileme nedeni TFRS-16 kapsamında 2019 yılında değerlendirilmeye başlanan ek bina kira giderleridir. Söz konusu kira giderleri kiralama giderlerinden çıkıp kullanım hakkı varlığı olarak amortisman ve finansman giderlerinde sınıflandırılmıştır.

Net satışlarda pandemik baz etkisi devam edecek. 2019 yılında Türkiye'de ekonomik stres yaşanmasına rağmen Şirket gelirleri %28,2 oranında artarken 2020 yılında pandemi ile birlikte uzaktan eğitim ve çalışmanın başlaması büyümede momentum kaybına sebep olmuş; net satışlar %6,4 oranında artarak enflasyonun altında bir büyüme sergilenmiştir. 2021 yılının ilk yarısında yaşanan hafta sonu kapanmaları ve 17 günlük tam kapanma Şirket gelirlerini olumsuz etkilerken yılın ikinci yarısı ile birlikte pandemik etkinin azalması, okulların açılması ve ofislere dönüş eğilimi gelirlerde ivmelenmeyi beraberinde getirmiştir. 2021/09'da net satışlar geçen senenin aynı dönemine göre %16 büyüyerek 365,8 mn TL'ye ulaşmıştır. Arçelik ve Tüpraş gibi Koç grubu şirketlerin sırasıyla portföye dahil olmaya başlaması Betek Boya ve LcWaikiki tarafında yeni kanalların açılması yılın kalanında da gelirleri etkilemeye devam edecektir. Artan kur ve enflasyon dikkate alındığında yılsonunda hizmet fiyatlarındaki artışın gelire önemli bir etkisinin olması beklenmektedir. Ayrıca çoğu 2021 yılının ikinci yarısında olmak üzere yapılan 106,2 mn TL'lik toplam yatırımının etkisinin son çeyreğe yansıtacağı varsayılmaktadır. 2021 yılının ilk 9 ayında 365,8 mn TL olan net satışların portföye alınan yeni projeler, yüksek montanlı araç yatırımları, artan kur ile oluşan yeni fiyatlamalar ve pandemik etkinin azalması ile 2021 yılını 551 mn TL gibi yüksek bir seviyede kapatacağı öngörülmektedir. Halen bazı velilerin öğrencileri özel araçla okula bıraktığı, üniversite ve iş yerlerinde süren kısmi uzaktan çalışma ve eğitimin sürmesi, son çeyrek kur artışı ile oluşan fiyat artışları ve yıl sonuna doğru yapılan araç yatırımlarının tüm yıl etkisi düşünüldüğünde 2022 yılında baz etkisinin devam edeceği öngörülmektedir.

Verimlilik ve pandemi brüt kar marjını artırdı. 2018-2019 döneminde %8-9 bandında olan brüt kar marjının 2020 yılında %16,4'e yükseldiği dikkat çekmektedir. 2021/09'da ise brüt kar marjı %15,9 seviyesinde kaydedilerek marjın %15-16 bandına oturduğu görülmektedir. Yönetimin açıklamalarına göre kar marjındaki artışın ilk nedeni 2018 yılından bu yana iş yapış modelinin değişmesidir. Gelir üretmek ya da farklı projelere girebilmek adına zararına girilen bazı projelerden çıkış sağlanmıştır. Ek olarak araç optimizasyonu ve yakıt tasarrufu elde etmek için araç takip sistemlerine yatırım yapılmış ve bu durum verimlilik ile birlikte karlılıkta artışa sebep olmuştur. Bir diğer faktör ise sektörde daha tekil çalışan ve gelirinde özel okul servisleri ağırlıklı olan şirketlerin pandemi sürecinde zorluklar yaşadığı Yönetim tarafından ifade edilmiştir. Gürsel Turizm ise hem güçlü sermayesi hem de okul servisine ek gelirleri olmasının etkisiyle ayakta kaldığı için zor durumda olan tedarikçilerin boşa çıkması Gürsel Turizm tarafından tedariki maliyetini aşağı çekmiş ve bu durum brüt kar marjına olumlu yansımıştır. İlk 5 müşteride brüt kar marjı 2018 yılında %12.1 seviyesinden, 2019 yılında %15.6, 2020 yılında %20.2 ve 2021 yılında %21.1 seviyesine yükselmiştir. En düşük kar marjı olan müşterilerde de kar marjının son 3 yılda arttığı ifade edilmiştir. Gürsel'in sermaye ve marka gücü tedarikçileri nezdinde her geçen yıl kendini göstermiş ve Şirket müşteriden aldığı zammı tedarikçilere aynı oranda yansıtmamıştır. Bu durumda pandemi ile birlikte tedarikçilerin zora düşmesi de etkindir. Ayrıca Koç Grubu vb kurumsal yapılara girildikçe tedarikçilerin Gürsel'e olan bağımlılığı artmaktadır. Zira Koç Grubu gibi kurumsal yapılar tekil tedarikçilerle çalışmaktansa sermayesi güçlü ve teminat yatıran Gürsel gibi kurumsal yapılarla anlaşmaktadır. Son 3 yıla bakıldığında Koç Grubu şirketlerinin Gürsel portföyüne sırasıyla girdiğini görmekteyiz.

Düşük pazarlama giderleri dikkat çekmekte. 2019 yılında gelirlerdeki hızlı artışa paralel genel yönetim giderlerinin de arttığı görülürken 2020 yılında pandemide faydalanılan kısa çalışma ödeneği ile düşen personel giderlerinin de etkisiyle genel yönetim giderleri %4 gerilemiştir. 2021/09'da ise genel yönetim giderlerinde %61,4'lük artış dikkat çekmektedir. Artan gelirler bu durumda etkin olurken kısa çalışma ödeneğinin sonlanması ile personel maliyetlerindeki artış baz etkisi ile genel yönetim giderlerini yükseltmiştir. Ek olarak halka arzın da etkisiyle vergi-resim harç ve mali müşavirlik giderlerindeki artış genel yönetimdeki yüksek artışı açıklamaktadır. Ayrıca yeniden değerlendirilen araçlar ve SAP yatırımı ile artan amortisman giderleri genel yönetim gider artışında etkili olmuştur. Genel yönetim giderleri için baz yılı 2020 yerine 2019 olarak belirleyip 2 yıllık yüksek enflasyona göre durumu değerlendirmek gerekmektedir. Şirket nihai tüketiciye hizmet satışı gerçekleştirmediği için önemli bir pazarlama giderine maruz kalmamaktadır. 4 kişilik departmanda personel giderleri 2020 yılında kısa çalışma ödeneği ile gerilemiştir.

Finansal Analiz

EBITDA ve net kar marjında yıllara sari artış dikkat çekici boyutta

2018 yılında görece düşük satışlar ve brüt kar marjına karşılık, yüksek faiz oranlarının etkisiyle artan finansman gideri yazılması ve varlık barışı ve vergi gecikme zammı gibi tek seferlik giderlerin etkisiyle net zarar yazılmasına rağmen sonraki yıllarda artan net satış ve brüt kar marjına karşılık tek seferlik giderlerin ortadan kalkması ve normalize olan finansman giderleri ile net dönem karında önemli bir büyüme sağlanmış ve 2021/09 ve son 4 çeyrekte sırasıyla 37,1 mn TL ve 55,6 mn TL net dönem karı elde edilmiştir

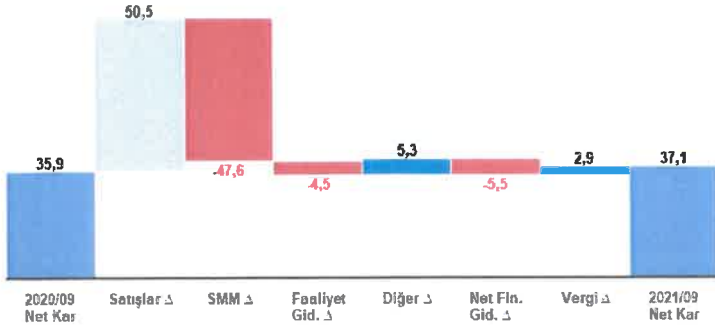
Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderleri yıllara sari satışlardan alınan ve alışlardan ödenen faiz kalemlerince domine edilmekte ve genelde dengede yer almaktadır. Yıllar içinde dengeyi bozan bazı kalemler yer almaktadır. 2018 yılında dengeyi bozan en önemli kalemler o dönem yaşanan varlık barışının etkisiyle tek seferlik yazılan ortaklar cari hesabın giderleştirilmesidir. Aynı şekilde 2018 yılında tek seferlik gerçekleşen SSK/Vergi gecikme zammı da esas faaliyetlerden diğer gider hesabının artışında etkili olmuştur. Şirket geçmiş yıllarda oluşan vergi borcu nedeniyle yapılandırmaya gitmiştir. Söz konusu yapılandırma ile ödenen faizler 2019-2021 döneminde kanunen kabul edilmeyen giderlerde gösterilmiş ve esas faaliyetlerden diğer giderlerde tek seferlik ya da kısa dönemli etki olarak esas faaliyetlerden net karlılıkta dengeyi bozabilmiştir.

75,6 mn TL yıllıklandırılmış EBITDA. Şirket'in geçmiş yıllarda daha düşük amortisman gideri bulunmasına rağmen 2021/09'da hem araç yatırımları hem de SAP yatırımı ile amortisman giderinde artış yaşanmıştır. Yeniden değerlemelerin de etkisiyle amortisman giderlerinde artış gerçekleşmiştir. Yatırım faaliyetlerinden gelirler kaleminin neti Şirket'in yenilenmesi gereken araçları satışından kaynaklanan net karı sembolize ederken söz konusu kalemin EBITDA hesabının bir parçası olması beklenmektedir. Özkaynak yöntemi ile konsolide edilen ve %51 iştirak edilen Gürsel Ürdün her geçen dönem karlılığını artırmaktadır. 2021/09 itibarıyla 6,1 mn TL kar elde edilirken söz konusu iştirakin son 4 çeyrekte Gürsel Turizm'e düşen kar tutarı 7 mn TL'dir. Şirket yönetimi 2021 sonunda Gürsel Ürdün'den konsolidasyona düşen karın 8 mn TL ve 2022'de 13 mn TL olmasını beklemektedir. Şirket düzenli olarak üretilen nakitten ve geçmiş yıllarda süre gelen ortaklar cari hesabından faiz ve adat geliri elde etmiş ve her geçen dönem finansman gelirini artırabilmiştir. 2018 yılında Şirket'in finansal borç seviyesi daha düşük olmasına rağmen Brunson krizi etkisiyle %40'ı aşan faiz oranları nedeniyle 12,1 mn TL gibi yüksek tutarda finansal gider yazılmıştır. 2020 yılında KGF kredilerinin etkisiyle finansman maliyeti aşağı çekilirken söz konusu faktörün etkisiyle sonraki yıllarda borcun yükselmesine rağmen Şirket'in yıllık finansman maliyeti görece gerilemiştir. Tüm bu faktörler neticesinde 2018 yılında 21,6 mn TL olan EBITDA yıllık bileşik %39,6'lık büyüme sergilerken 2021/09'da 60,4 mn TL ve son 4 çeyrekte 75,6 mn TL olarak kaydedilmiştir.

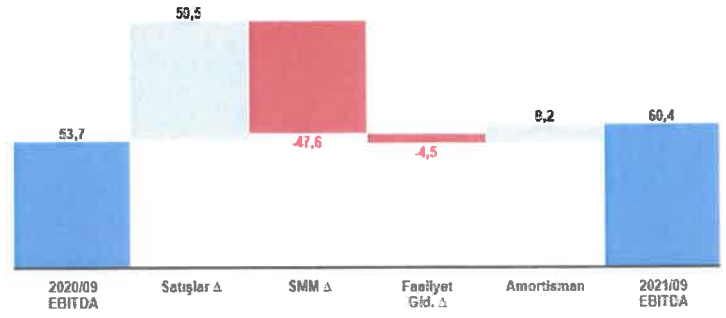
Gelir Tablosu

31 Aralık, TL Gürsel	2018 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020/09 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021/09 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	Son 4 Ç	2018-2021-4Ç YBBO (%)
Net Satışlar	325.952.198	417.818.716	444.525.005	315.336.168	365.853.808	495.042.645	16,4%
Değişim		28,2%	6,4%		16,0%		
Satışların Maliyeti	(299.981.891)	(380.052.355)	(371.834.733)	(260.092.856)	(307.684.840)	(419.426.717)	13,0%
Brüt Kar	25.970.307	37.766.361	72.690.272	55.243.312	58.168.968	75.615.928	47,5%
Brüt Marj	8,0%	9,0%	16,4%	17,5%	15,9%	15,3%	
Genel Yönetim Giderleri	(7.465.510)	(10.725.013)	(10.299.797)	(7.141.345)	(11.527.771)	(14.686.223)	27,9%
Değişim		43,7%	-4,0%		61,4%		
Satış-Pazarlama Giderleri	(1.032.732)	(1.183.448)	(381.292)	(299.749)	(389.909)	(471.452)	-24,8%
Değişim		14,6%	-67,8%		30,1%		
Esas Faal. Diğ. Gel. Net	(10.988.138)	2.278.379	(66.686)	(5.492.262)	(1.138.770)	4.286.806	a.d.
Değişim		a.d.	-102,9%		-79,3%		
EBITDA	21.625.071	30.504.002	68.944.499	53.692.175	60.386.757	75.639.081	57,7%
Değişim		41,1%	126,0%		12,5%		
EBITDA Marjı	6,6%	7,3%	15,5%	17,0%	16,5%	15,3%	
Amortisman	(4.153.006)	(4.846.102)	(6.935.316)	(5.889.957)	(14.135.469)	(15.180.828)	41,3%
EBIT	6.483.927	28.136.279	61.942.497	42.309.956	45.112.518	64.745.059	130,9%
Değişim		333,9%	120,2%		6,6%		
EBIT Marjı	2,0%	6,7%	13,9%	13,4%	12,3%	13,1%	
Yatırım Faaliyetlerinden Gel.	(694.003)	7.069.099	6.865.947	4.309.640	1.393.726	3.950.033	
Özk. Yönt. Değ. Yat. Kâr./Zar.	-	4.376.901	3.160.603	2.209.537	6.096.344	7.047.410	
Fin. Gel.	1.880.841	2.700.409	3.750.525	2.278.898	2.191.845	3.663.472	27,4%
Fin. Gid.	(12.086.026)	(8.871.333)	(8.865.855)	(6.357.119)	(11.744.030)	(12.252.766)	0,5%
Vergi Öncesi Kar	(4.415.261)	33.411.355	68.853.717	44.750.912	43.050.403	67.153.208	
Vergi	(1.061.826)	(7.117.435)	(12.527.402)	(9.201.387)	(9.192.354)	(12.518.369)	
Ertelenmiş vergi geliri / (gid.)	(1.461.513)	58.363	(1.965.672)	320.960	3.234.438	947.806	
Net Kar	(6.938.600)	26.352.283	54.360.643	35.870.485	37.092.487	55.582.645	a.d.
Değişim		a.d.	106,3%		3,4%		
Net Marj	-2,1%	6,3%	12,2%	11,4%	10,1%	11,2%	

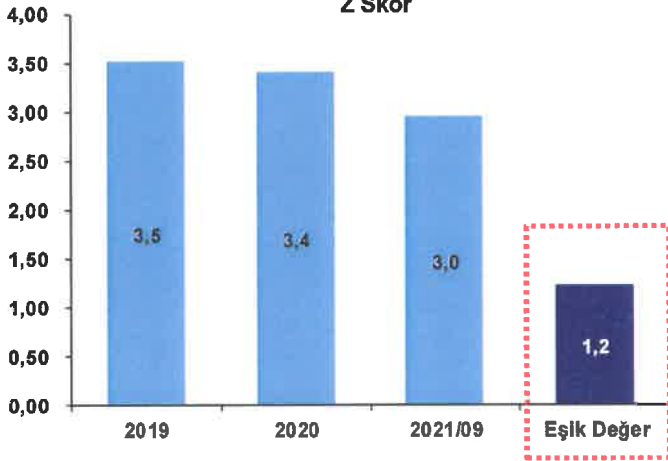
Net Kar Köprüsü (mTL)



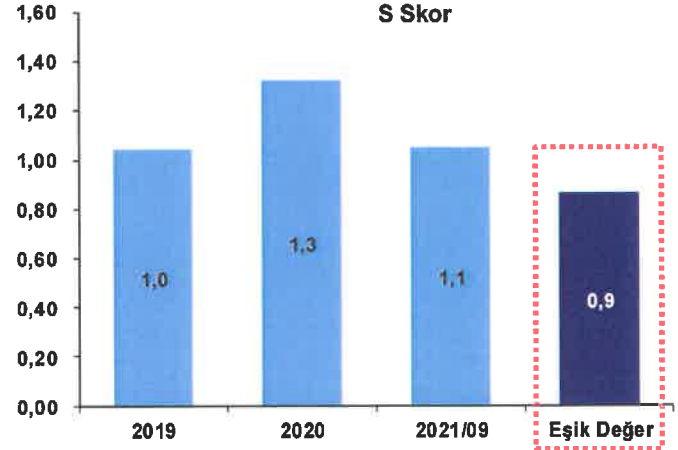
EBITDA Köprüsü (mTL)



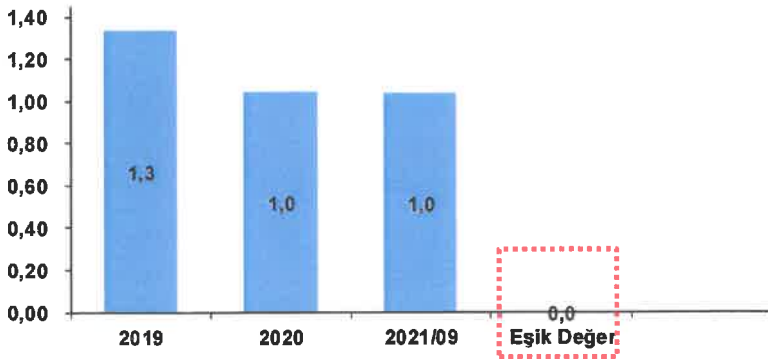
Z Skor



S Skor



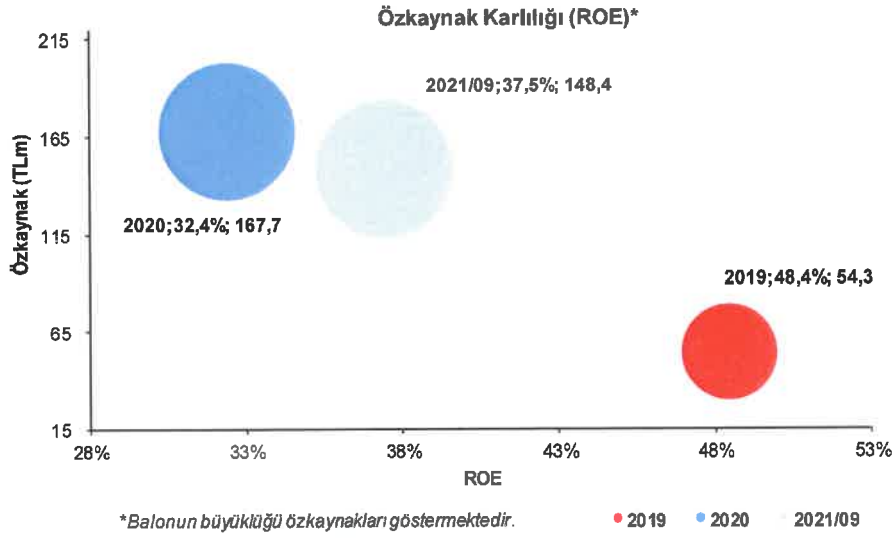
H Skor



**Temel finansal
güçlülük
testleri olan Z,
H ve S skorsa
2021/09'da
önemli başarı**

Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarısızlık Risklerinin Tahmin edilmesi, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz



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 eşiğin 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 tarafında alınan tedbirlere paralel olarak Şirket'in saha operasyonlarında çok köklü değişimler yaşanmıştır. Bu operasyonların verimliliği artırması ve araç arzında yaşanan büyüme nedeniyle birim maliyetleri düşürmesi açısından mali faydası olmuştur. Öğrenci taşımacılığının durması, bu alanda çalışan araçların boşta kalmaları ile personel taşımaları yapılan tarafta araç üretmeyen ve uygun fiyatla tedarikçi üretilemeyen 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 makuliyetle 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 araç 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 kapamalarla 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 tablolardaki 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.

Değerleme Metodolojileri

İNA

%21,8 AOSM belirlenirken Şirket'in projeksiyon döneminde beklenen vergi oranı dikkate alınmıştır

Alfa FVFM gereği sıfır alınmıştır. 10 yıllık devlet tahvilinin 3 aylık ortalaması 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. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurtiçi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2021/09 mali verileri ve yönetimin kredi-özkaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Muhafazakar tarafta durmak adına benzer şirketlerden hesaplanan kaldırıcı beta modellenmemiş ve market betası olan 1x düzeltilmiş beta olarak AOSM modellemesinde yerini almıştır. Hamada ile hesaplanan beta ise 1x olarak tespit edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL		
Veriler		
Risksiz Faiz Oranı	20,4%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,55	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
Borç/Özkaynak	102,5%	2021/09 mali verileri kullanılmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	50,6%	2021/09 mali verileri kullanılmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20,8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	20,4%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 3 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	25,9%	Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)*Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	25,9%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	22,5%	Kullanılan krediler arasında en yüksek maliyetli kredi seçilmiştir.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	50,6%	2021/09 mali verileri kullanılmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	49,4%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	20,8%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21,8%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

Net Borç

50,6 mn TL Net borç pozisyonu

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

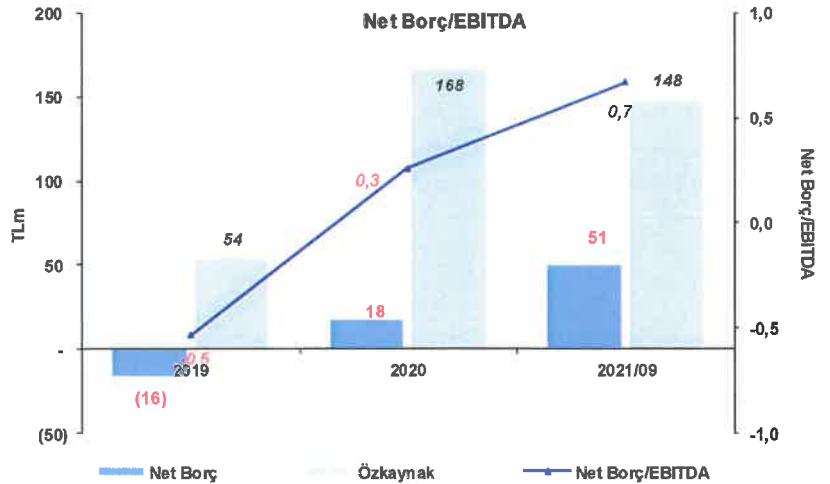
**Aday Bağımsız Denetim tarafından
hazırlanan değerlendirme raporuna
göre Gürsel Ürdün için 23,8 mn
dolar değer tespiti yapılmıştır**

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 üretileceği 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 iskontosu sonrası 42,6 mn TL olarak net borç pozisyonunda yer alması daha makul bulunmakla birlikte muhafazakar tarafa kalmak adına net borç hesabına yatırım amaçlı gayrimenkuller dahil edilmemiş ve Şirket değerinden söz konusu varlıklar arındırılmıştır.

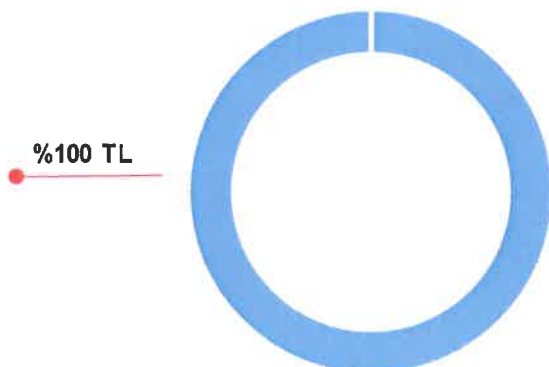
Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

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. Kıs.	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

*-^{uz}Uzun ve kısa vadeli borçları kapsamaktadır.



Kur bazlı Borç Dağılımı (2021/09)



Finansal Borçların Vade Kırılımı (2021/09)



İşletme Sermayesi

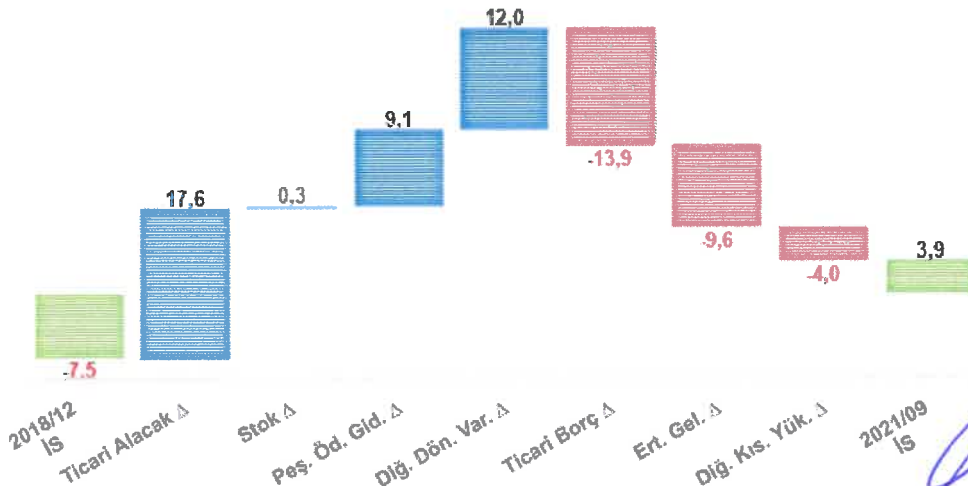
2021/09'da %0,8 olan işletme sermayesi/satış oranı yıllara sari yüksek büyümeyi destekleyebilmek adına artarak %1,6 seviyesine yükseleceği varsayıldı

Tedarikçiler nezdindeki güçlü finansal durum, müşteri ön ödemeleri ve stoksuz çalışma işletme sermayesini güçlendirmekte

Önemli bir işletme sermayesi finansmanı gerekmemekte. Şirket'in 2018-2021/09 döneminde nakit döngüsünün sürekli negatif olduğu dikkat çekmektedir. Gürsel Turizm markasının yönetimini üstelendiği filonun tedarikçileri nezdinde güçlü pozisyonda bulunması ile artan ticari borçlar ve özellikle özel okullarda dönemin başında avansların alınması Şirket'i işletme sermayesi açısından güçlendirmektedir. Bununla birlikte iş modeli gereği kayda değer bir stok seviyesinin bulunmaması da bu durumu desteklemektedir. 2020 yılında pandeminin etkisiyle Şirket'in ticari alacak vadelerinin uzaması ve alınan avans süresinin (ertelenmiş gelir) kısalması önemli bir işletme sermayesi açığı oluşturmuş ve borçluluk artışını beraberinde getirmiştir. 2021 yılında ise ticari alacak ve alınan avans süresinin hızlı bir şekilde normalize olduğu dikkat çekmektedir. 2022 ve sonrası için 2020-2021 yılları ortalaması tüm gün süreleri için temel referans olarak alınmıştır. Mevcut algoritmaya göre ertelenmiş gelir gün süresi 2022 ve sonrası için 19 gün olarak alınmıştır. 2018-2021 arası dönemde söz konusu avans süresi ortalaması 27 gün; pandemik etkiyi yansıtan 2020 çıkarıldığında ise 32 gün olmasına rağmen 19 günlük avans süresi alınarak değer açısından muhafazakar tarafta kalınmaya çalışılmıştır. İşletme sermayesi/net satış rasyosu 2018, 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla -%2,3, -%5,4, %2,2 ve %0,8 olmasına rağmen projeksiyon döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına söz konusu rasyonun %1,1-%1,6 bandında dalgalanacağı modellenmiştir. 2022 yılında özellikle yeni yatırımların amortisman etkisiyle brüt kar marjı modelde gerilerken sonraki yıllardaki hafif artış, alacak vadesinin projeksiyonda artırılıp ticari borç ve ertelenmiş gelir gün süresinin azaltılması ile dengelenmiştir. Böylece artan kar marjının en büyük negatif çıktısı artan işletme sermayesi finansmanı olarak modelde kurgulanmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)	2018	2019	2020	2021-09	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	79	79	93	97	112	163	201	248	299	352	408	467	532	605
Stoklar	1	1	1	1	1	2	3	3	4	5	5	6	7	8
Peşin Ödenmiş Giderler	4	5	5	13	13	15	18	22	27	31	36	42	47	54
Diğer Dönen Varlıklar	1	1	3	13	12	11	14	17	21	24	28	32	37	42
Ticari Borçlar	50	53	60	64	86	119	145	178	214	250	290	331	377	428
Ertelenmiş Gelirler	33	47	18	43	36	42	52	64	77	91	105	120	137	156
Diğer Kıs. Vad. Yük.	10	9	15	14	11	21	26	32	39	45	52	60	68	77
Net Satışlar	326	418	445	495	551	792	974	1.201	1.449	1.706	1.981	2.267	2.579	2.934
SMM	300	380	372	419	475	692	849	1.042	1.249	1.458	1.692	1.935	2.200	2.501
Ticari Alacak Gün	89	69	76	71	74	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Stok Gün	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Peş. Öd. Gid. Gün	5	5	5	12	10	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Diğ. Dön. Var. Gün	1	1	3	9	8	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Ticari Borç Gün	60	51	59	55	66	63	63	63	63	63	63	63	63	63
Ert. Gel. Gün	37	41	15	32	24	19	19	19	19	19	19	19	19	19
Diğ. Kıs. Vad. Yük. Gün	12	9	14	12	8	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Nakit Döngüsü	-14	-25	-3	-5	-5	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
İşletme Sermayesi	(7,6)	(22,7)	9,7	3,9	5,8	9,7	12,3	16,0	20,5	26,6	31,1	35,8	41,0	46,9
Değişim		(15,2)	32,4	(5,7)	(3,8)	3,8	2,6	3,7	4,6	6,1	4,5	4,7	5,1	5,9
İşletme Sermayesi/Satış	-2,3%	-5,4%	2,2%	0,8%	1,1%	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%

İŞLETME SERMAYESİ KÖPRÜSÜ (MTL)



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 ortalamada 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
<i>Uç Değer Payı</i>	<i>37,1%</i>
<i>Uç Değer Büyüme</i>	<i>5,0%</i>
<i>Uç Değer Çıkış Çarpanı</i>	<i>4,0</i>
Net Borç	50,6
Plyasa Değeri	847
<i>Hisse Sayısı</i>	<i>87</i>
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
EVEBITDA	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

İNA 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 kaldıracı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer şirketlerin ortalama kaldıracı 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 çıkışı 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 yatırımlar etkisiyle yıl sonunda 551 mn 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 büyümeye ile 792 mn TL net satışa ulaşacaktır. 2022 sonrası için özmal araç sayısının genel ekonomik büyümeye ile ilişkili artması beklenirken tedarikçi araç sayısında ekonomik büyümenin üzerinde artış varsayılmaktadır. Yönetime göre tedarikçi araç sayısı finansman gerektirmediği ve organizasyonel bir sinerji ile oluştuğu için reel ekonominin üzerinde artış gerçekleştirecektir. 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 artırılarak artan fiyada göre değişken giderler tahmin edilmiştir. Tedarikçi tarafında ise hem araç başı maliyetlerin hem de araç başı gelirlerin enflasyona paralel hareket edeceği varsayılmakla artan fiyada göre değişken giderler modellenmiştir. Pandemi 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 mın 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.

İNA Varsayımları

Kar marjındaki hafif artış ve büyümeyi destekleyebilmek adına projeksiyonda alacak vadeleri görece artırılmış ve borç ve avans vadeleri kısılmıştır.

Büyümeyi destekleyebilmek adına işletme sermayesi yatırımı. Şirket düşük stok seviyesi ve yüksek ticari borç ve önden alınan avanslar nedeniyle önemli bir işletme sermayesi ihtiyacına gerek duymamaktadır. 2018, 2019, 2020 ve 2021/09 döneminde sırasıyla işletme sermayesi/net satın payı %-2,3, %-5,4,%2,2 ve %0,8 olarak gerçekleşmiştir. 2021 sonunda söz konusu rasyonun %1,1 olacağı beklenirken 2022-2030 döneminde yüksek büyümeyi destekleyebilmek adına ilgili rasyonun %1,1-1,6 bandında dalgalanacağı varsayılmıştır. 2021 yılında kurumlar vergisi %25 olarak hesaplanırken 2022'de vergi oranının %23 ve sonraki yıllarda %20 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Projeksiyon								
31 Aralık, TLm	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2020-2026
Gürsel Turizm								YBBO (%)
Net Satışlar	445	551	792	974	1.201	1.449	1.706	25,1%
Değişim		23,9%	43,8%	23,0%	23,3%	20,6%	17,8%	
Satışların Maliyeti	(371,8)	(475,2)	(690,1)	(846,5)	(1.040,8)	(1.247,9)	(1.456,4)	25,6%
Brüt Kar	72,7	75,7	101,8	127,7	160,3	200,6	249,8	22,8%
Brüt Marj	16,4%	13,7%	12,9%	13,1%	13,3%	13,8%	14,6%	
Faaliyet Giderleri	(10,7)	(16,6)	(21,4)	(25,1)	(27,2)	(31,5)	(35,8)	22,3%
Genel Yönetim Giderleri	(10,3)	(16,0)	(20,4)	(23,9)	(25,8)	(29,6)	(33,7)	21,8%
Değişim		55,0%	27,7%	17,3%	7,8%	14,9%	13,7%	
Satış-Pazarlama Giderleri	(0,4)	(0,7)	(1,0)	(1,2)	(1,4)	(1,8)	(2,1)	32,6%
Değişim		78,3%	52,2%	16,0%	15,5%	30,9%	14,5%	
Esas Faal. Kur Farkı, Net	(0,1)							
Değişim								
EBITDA	68,9	79,0	118,3	147,5	184,6	224,6	266,3	25,3%
Değişim		14,6%	49,7%	24,7%	25,1%	21,7%	18,5%	
EBITDA Marjı	15,5%	14,3%	14,9%	15,1%	15,4%	15,5%	15,6%	
Amortisman	(6,9)	(20,0)	(37,9)	(45,0)	(51,5)	(55,5)	(52,3)	40,0%
EBIT	61,9	59,0	80,4	102,6	133,2	169,1	214,0	23,0%
Değişim		-4,7%	36,2%	27,6%	29,8%	27,0%	26,6%	
EBIT Marjı	13,9%	10,7%	10,2%	10,5%	11,1%	11,7%	12,5%	
Yatırım	(61,8)	(131,9)	(21,4)	(31,7)	(38,5)	(46,4)	(48,0)	-4,1%
Değişim		113,2%	-83,8%	48,2%	21,5%	20,3%	3,6%	
Yatırım/Satış	-13,9%	-23,9%	-2,7%	-3,3%	-3,2%	-3,2%	-2,8%	

Projeksiyonlar

- 2021 yılının ikinci yarısında yapılan yüksek araç yatırımı ve enflasyonist ortamda artan fiyatlar gelirleri destekleyecek
- 2021 yılında artan amortisman brüt kar marjını aşağı çekerken sonraki yıllarda pandemi sonrası boşa çıkan tedarikçi sayısı marjı destekleyecek
- Pandemi baz etkisinin 2022'de sürmesi ile EBITDA'da önemli bir büyüme beklenmekte

Piyasa Çarpanları

**Yurtdışı benzer şirket çarpanları
806 m'n 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

Yurtdış Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler		
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 ortaklıktan aracılığıyla Mie vilayetinde otobüs ve taksi taşımacılığı hizmetleri sunmaktadır.
Shinki Bus Co	Japonya	Shinki Bus Co. otobüs taşımacılığı hizmeti vermektedir.Şirket ayrıca gezi 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 vermektedir.
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 vermektedir. Grup ekspres otobüsler, otobüsler ve trenler işletmektedir.
Rotala Plc	İngiltere	Rotala 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.

Ulusallararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				23 Aralık	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	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 LJ 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
	Comfortdelgro 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

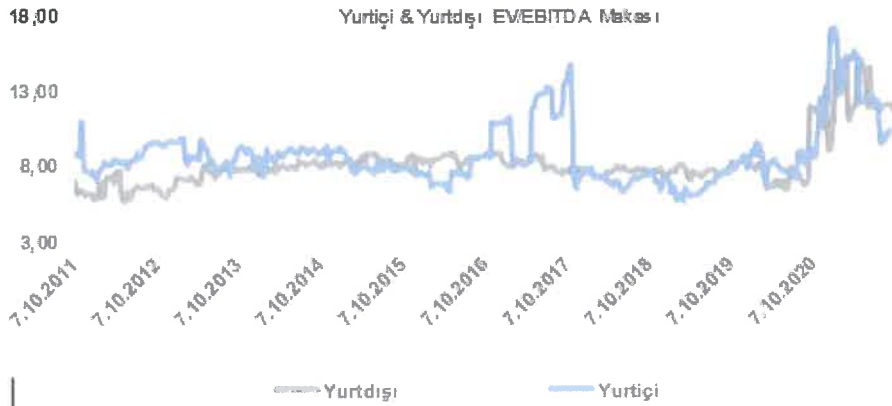
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Avrupa Gelişmiş-Gelişmekte Olan Ülkeler	Firstgroup Plc	FGP LN Equity	İngiltere	1.039	1,4	0,3	73,6	1,0	1,3	-10,1%	8,0%	M.D	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
	Knuttsford 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	Ortalama			619	12,3	1,5	14,9	1,4	9,5	-7,5%	-10,2%	3,3%	6,5	83%
	Medyan			201	9,7	1,3	13,8	1,1	8,9	-7,0%	-1,8%	5,4%	1,0	70%
	Minimum			1	1,2	0,2	12,0	0,3	1,3	-34,5%	-100,0%	-30,2%	-0,9	-36%
	Maksimum			2.385	215,3	31,6	261,3	20,6	14,5	14,2%	24,0%	22,8%	44,1	315%
	Güresel 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
BIST Kodu	Şirket Adı	PD EV/ EBITDA (MilyonTL)	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)
CLEBI	Çelebi	5.392	11,0	3,1	32,1	8,8	6,4%	21,7%	27,7%	1,98
DOCO	DO-CO	12.841	11,1	2,4	31,3	6,5	-9,5%	-21,2%	21,7%	2,77
GSDDE	GSD Denizcilik	608	6,7	4,6	9,7	1,6	63,5%	117,4%	68,7%	(0,28)
PGSUS	Pegasus	11.048	16,8	3,6	(6,3)	2,1	-10,5%	-24,5%	21,3%	10,61
RYSAS	Reysaş Lojistik	1.438	8,4	2,9	32,7	2,5	20,6%	22,5%	34,4%	3,97
TLMAN	Trabzon Liman	884	14,6	8,8	13,8	5,0	21,1%	25,3%	60,5%	(2,59)
TUREX	Tureks Turizm Taşımacılık	1.409	12,3	2,5	20,6	4,0	A.D	A.D	20,4%	(0,09)
THYAO	Türk Hava Yolları	34.666	7,5	2,1	5,9	0,6	1,2%	40,0%	27,6%	5,78
Ortalama		7.698	11,8	2,7	15,4	2,6	13,3%	25,9%	31,7%	2,2
Medyan		1.438	11,1	2,7	13,8	2,3	6,4%	22,5%	27,6%	2,0
Minimum		608	6,7	0,5	(6,3)	0,6	-10,5%	-24,5%	2,8%	-2,6
Maksimum		34.666	18,0	8,8	32,7	8,8	63,5%	117,4%	68,7%	10,6
Gürsel Turizm		777	11,1	1,7	13,8	5,2	16,2%	57,7%	15,3%	0,7

BİST Benzer						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2021/09	2021/09	2021/09
BIST Kodu	Şirket Adı	PD EV/ EBITDA (MilyonTL)	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%
TUREX	Tureks Turizm Taşımacılık	1.409	12,3	2,5	20,6	4,0	A.D	A.D	20,4%	19,5%
Ortalama		1.203	15,2	1,5	23,9	4,0	68,3%	60,0%	11,6%	0,2
Medyan		1.203	15,2	1,5	23,9	4,0	68,3%	60,0%	11,6%	0,2
Minimum		997	12,3	0,5	20,6	4,0	68,3%	60,0%	2,8%	0,2
Maksimum		1.409	18,0	2,5	27,3	5,9	68,3%	60,0%	20,4%	0,2
Gürsel Turizm		1.213	15,2	2,6	23,9	8,2	16,2%	57,7%	15,3%	0,7

BIST Ana Pazar Endeksi						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2021/09	2021/09	2021/09	
		PD EV/ EBITDA	EV/ Satışlar	F/K	PD/DD	2019-2021	2019-2021	EBITDA	Net	Net Borç/	
BIST Kodu	Şirket Adı	(MilyonTL)	2021/09	2021/09	2021/09	YBBO(%)	YBBO(%)	Marjı	Borç/EBITDA	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 Altinyunus	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	Göлтаş 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)
PENG D	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	Safkar 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
YEOTK	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	Katmerciler Ekipman	972	13,7	4,1	(66,0)	1,5	5,9%	99,7%	30,3%	415,8%	0,65
İZTAR	İz Hayvancılık Tarım	315	478,2	15,2	(71,8)	11,9	A.D	A.D	3,2%	2618,0%	0,69
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 yansıtabilmek 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

Mn TL	Değer
Gürsel Turizm EBITDA 2021/09 4Ç	76
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,7
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	734
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	683
Mn TL	Değer
Gürsel Turizm EBITDA 2022T	118
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x)	8,9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.052
Gürsel Turizm Net Borç 2021/09	51
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.001
Mn TL	Değer
Gürsel Turizm Net Kar 2021/09 4Ç	56
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	13,8
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	770
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	806

Nihai Değer

718 mn TL iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

Halka arz piyasa değeri 2021 ve 2022 beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 9,7x ve 6,5x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

6,5x 2022T EV/EBITDA. 2021 yılının son çeyreğinde kurda ve enflasyonda başlayan sert hareket birçok şirket için 2021/09'daki özkaynak, aktif ve EBITDA büyüklüklerini önemsiz kılmaktadır. Şirketler yılsonu yeniden değerlemeleri ile yeni ortamda aktif ve özkaynaklarının gerçek değerini ortaya koymak istemektedirler. Aynı şekilde fiyatlarda görülen yüksek artışlar son 4 çeyrek verileri yerine 2022 yılı EBITDA'sını şirketler için gösterge kılmaktadır. Ayrıca yılın son çeyreğinde yatırımların etkisi ve yapılacak yüksek hizmet zamları ile 2022 yılında önemli bir büyüme beklenmektedir. Yılın son çeyreğinde pandemik etkinin azalması ile okulların açılması da Gürsel için önemli bir baz etkisi ortaya koymaktadır. Sonuç olarak İNA ve piyasa çarpanlarına %50'ser ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %21,9 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir. Halka arz iskonto öncesi 919 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken, iskonto sonrası 718 mn TL değere ulaşılmıştır.

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.	

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı



(1) Yurtdışı Benzerler

(2) Ulaştırma Endeksi

(3) Yurtiçi Benzer

(4) Ana Pazar

(5) İNA

598 mTL

1.288 mTL

534 mTL

1.003 mTL

687 mTL

1.152 mTL

743 mTL

1.156 mTL

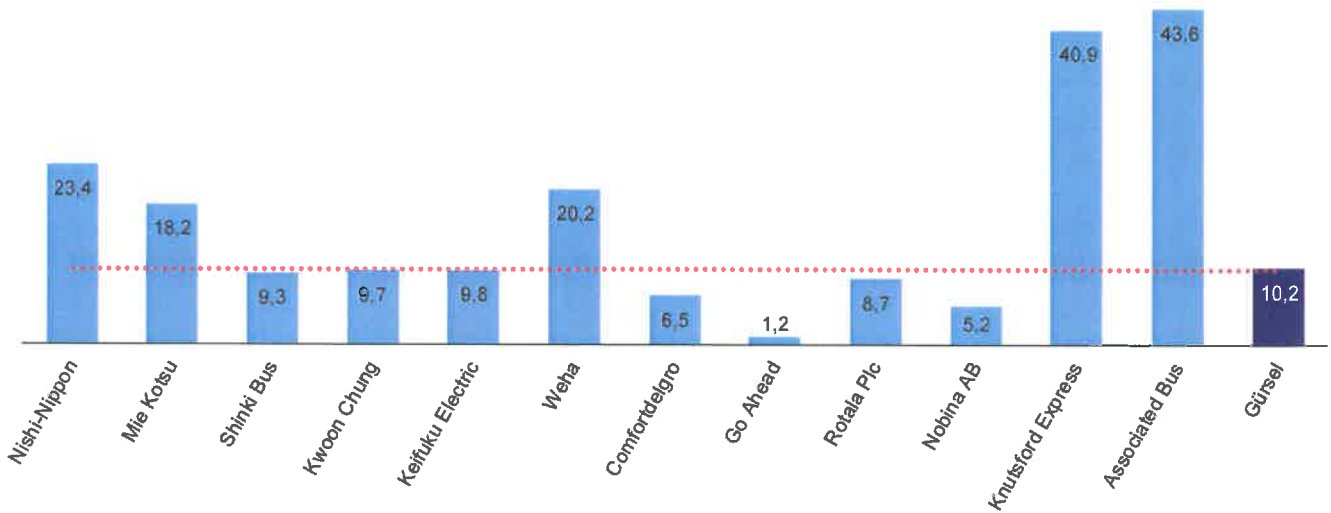
577 mTL

780 mTL

718 mTL

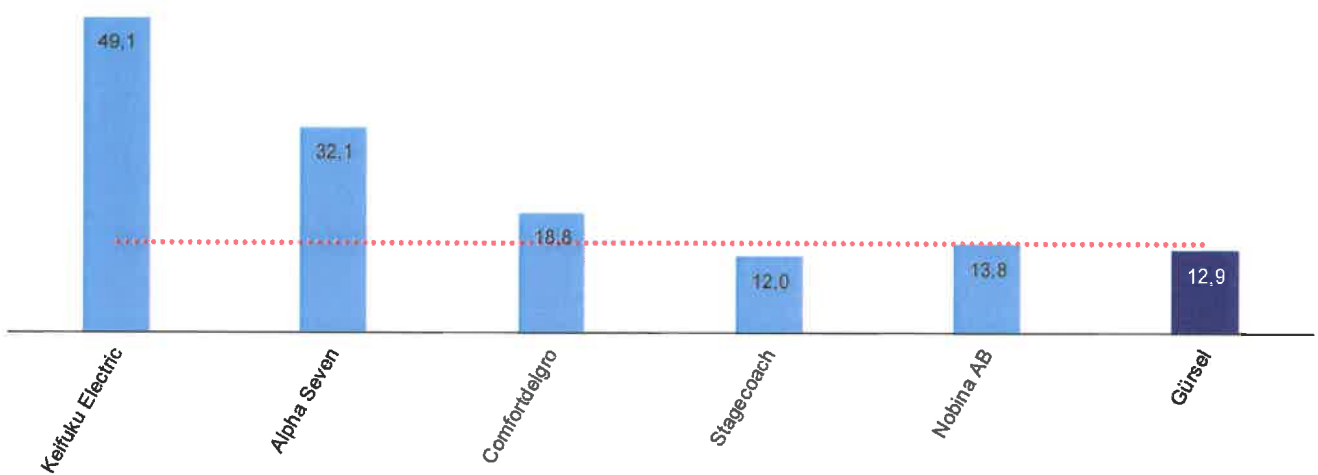
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanları

..... Medyan 9,7x



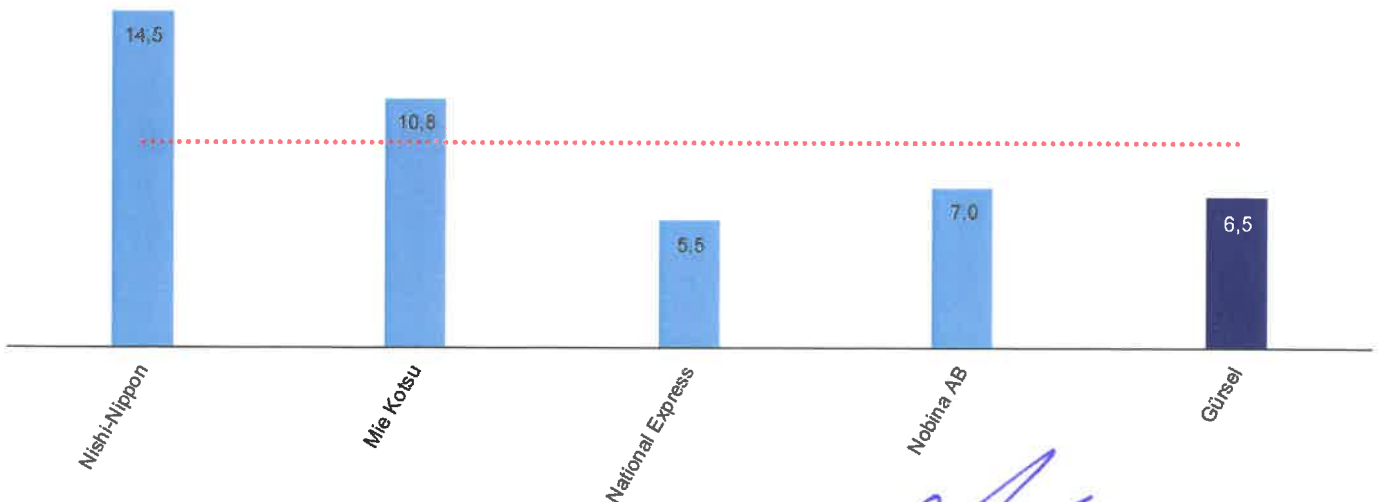
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanları

Medyan 13,8x



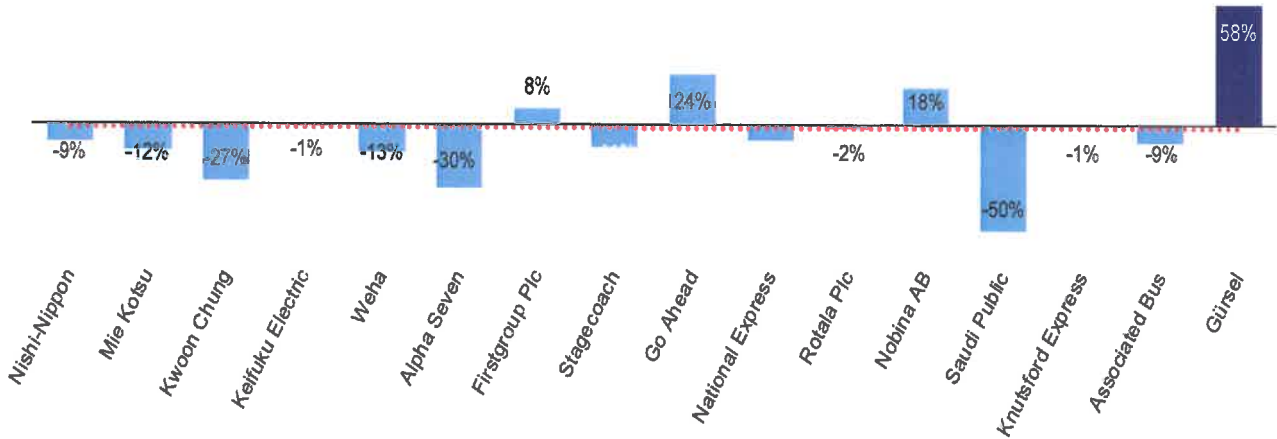
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 22T Çarpanları

..... Medyan 8,9x



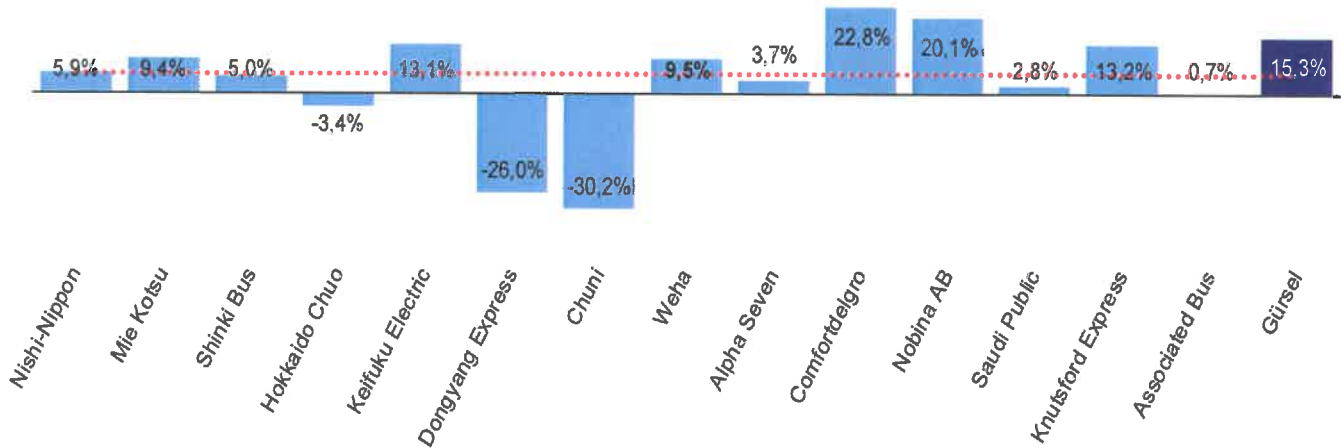
Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Büyümesi YBBO (2018-2021/09 4Ç)

..... Medyan: -0,018



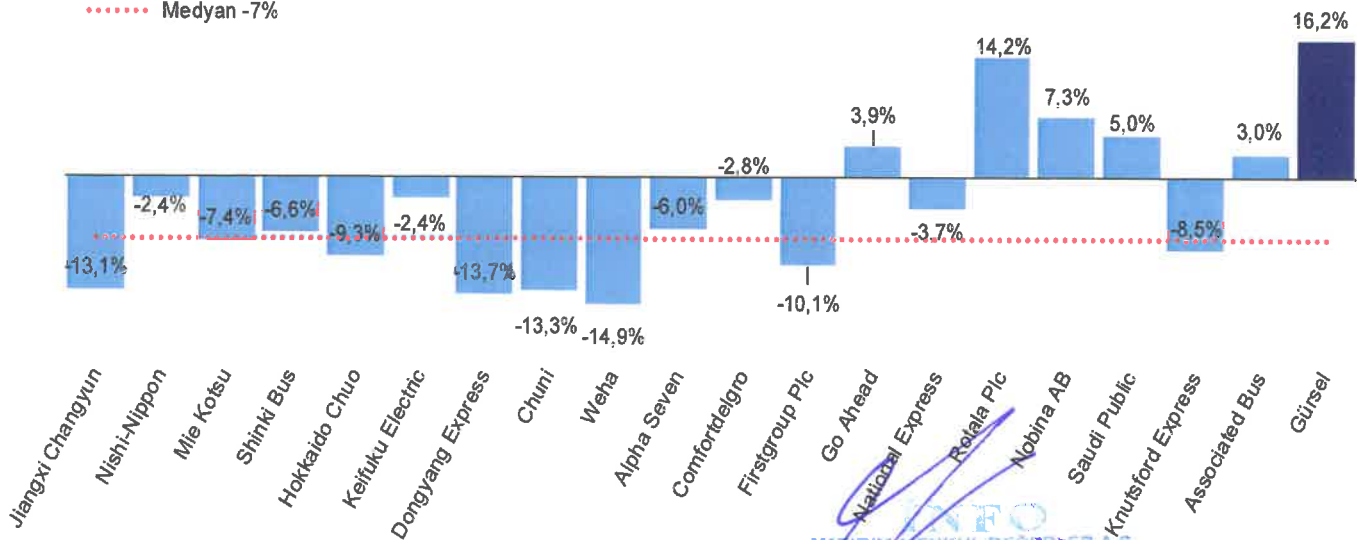
Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç

..... Medyan: %5,2



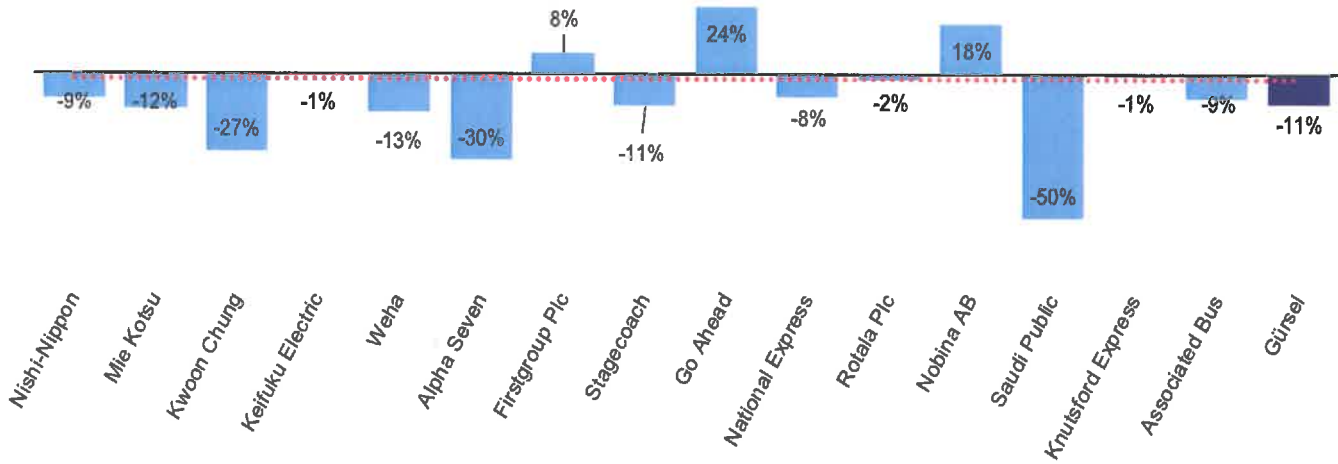
Yurtdışı Benzer Şirketler Satış Büyümesi YBBO (2018-2021/09 4Ç)

♦♦♦♦♦ Medyan -7%



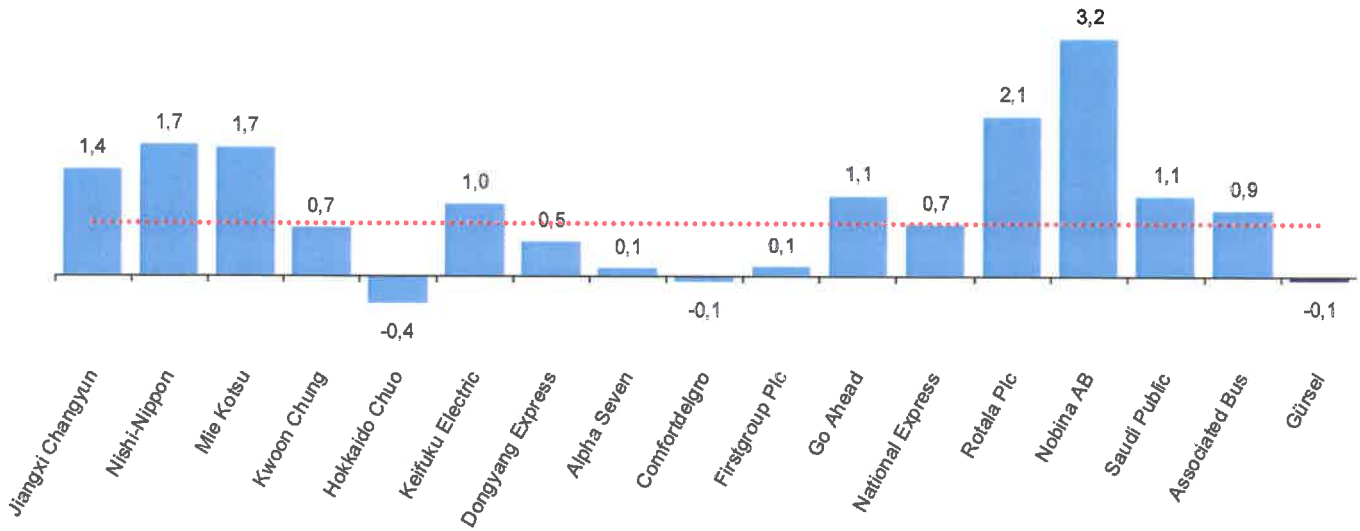
Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/EBITDA

..... Medyan -2%



Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/Özkaynak

..... Medyan: 0,7



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

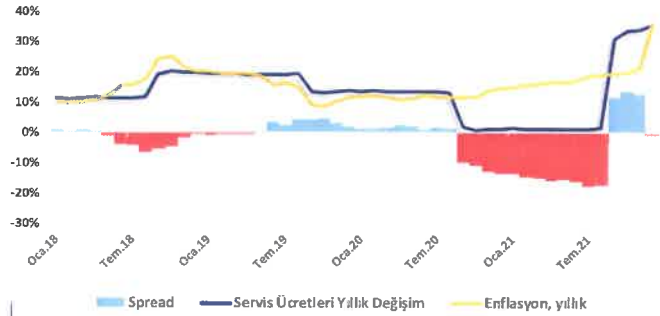
Sektör Gelirlerinde Reel Artış. 2020 yılı, Covid-19 salgını kaynaklı karantina önlemleri nedeniyle reel ekonomide genel anlamıyla durgun bir yıl olarak seyretnmiştir. TCMB sektör bilançoları verilerine göre kara taşımacılığı ile diğer yolcu taşımacılığı sektörü 2020 yılında sektör olarak %11 oranında 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 aşılamaya 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 ettirilebilmesini 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

2021'in son çeyreğinde servis ücretleri enflasyonun üzerinde bir seyir izlemiş olup yıl sonunda reel değişim sıfıra yakınsamıştır.



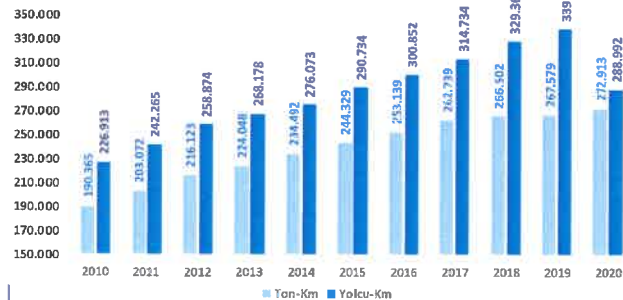
Kaynak: TÜİK TÜFE Madde Sepeti

Yıllara sari artış trendi sergileyen sektör ciroları, ağırlıklı olarak reel artış sergilemiştir...



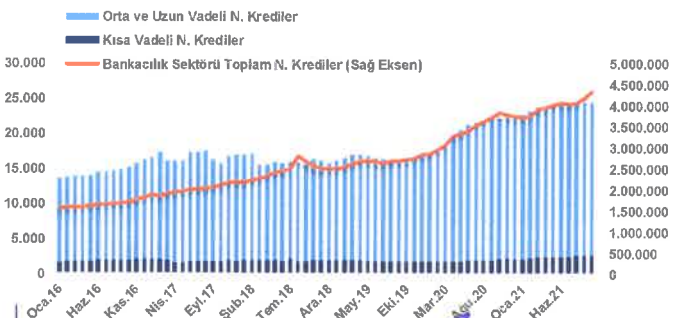
Kaynak: TCMB Sektör Bilançoları

Karayollarında Yük ve Yolcu Taşımacılığı (milyon)



Kaynak: Karayolları Genel Müdürlüğü

Karayolu Yolcu Taşımacılığı Sektörü Kredi Hacmi, milyon TL



Kaynak: BDDK

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 ortalamasının 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 ortalamasının 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

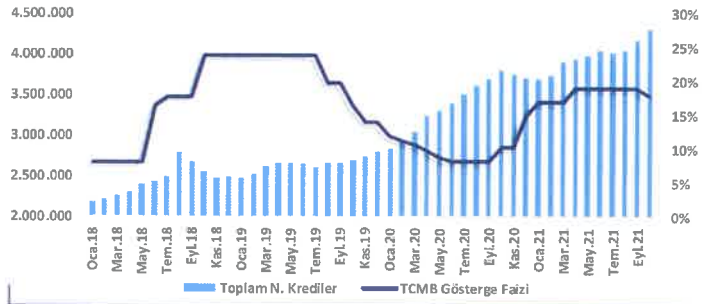


Kaynak: BDDK

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.
Kustupçulu, Mecidiyeköy, Kat: 7
Tic. Sic. No: 271976, Mersis: 08070000900000000000000000
Tic. Sic. No: 0478 0000 7070 0011