



**Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma  
Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş.  
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin  
Değerlendirme Raporu - 1  
1 Nisan 2022**

**QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal Kule Binası No:215 Kat:6-7  
34394 Şişli İstanbul

## İçindekiler:

|   |    |
|---|----|
| 1. Değerlendirme Raporunun Amacı .....                              | 3  |
| 2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi .....                              | 3  |
| 3. 06.08.2021 Tarihinde KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporu ..... | 4  |
| 4. Halka Arz Sonuçları .....  | 9  |
| 5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans .....       | 9  |
| 6. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri .....             | 13 |
| 7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler .....         | 13 |

## 1. Değerlendirme Raporunun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 ("Tebliğ") 29. Madde 4. fıkrası uyarınca,

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

Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Birleşim Mühendislik" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca konsorsiyum lideri QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 06.08.2021 tarihinde KAP'ta yayımlanmış (Raporun tümüne erişmek için <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/955409> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/955410> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/955412> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/955413>) ve Şirket payları 20.08.2021 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Birleşim Mühendislik'in nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 01.04.2022 tarihine kadar (31.03.2022 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

## 2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 80.000.000 TL'den 102.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabacak 22.000.000 TL ve mevcut ortaklardan Mesut Altan'ın sahip olduğu 5.500.000 TL ve İdris Çakır'ın sahip olduğu 5.500.000 TL olmak üzere toplam 11.000.000 TL olmak üzere toplam 33.000.000 TL nominal değerli paylarının 9,10 TL sabit fiyattan halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 05.08.2021 tarih ve 2021/38 sayılı toplantısında onaylanmıştır.

Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 9,10 TL sabit fiyattan Borsa dışında talep toplama işlemleri 11-13 Ağustos 2021 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Birleşim Mühendislik sermaye artırımından 200.200.000 TL brüt halka arz geliri elde etmiştir. Halka arz aşamasında 13.283.418 TL halka arz maliyeti oluşmuş olup net halka arz geliri 186.916.582 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

| <b>TL</b>                             |             |
|---------------------------------------|-------------|
| 1 Adet Nominal Payın Halka Arz Fiyatı | 9,10        |
| Sermaye Artırımı                      | 22.000.000  |
| Brüt Halka Arz Geliri                 | 200.200.000 |
| Halka Arz Maliyetleri                 | 13.283.418  |
| Net Halka Arz Geliri                  | 186.916.582 |

Kaynak: Şirket

Halka arzdan elde edilecek gelir ile Şirket, finansal yapısını güçlendirmeyi, Şirket'in değerinin, bilinirliğinin artırılmasını, kurumsallaşma ve sürdürülebilirliğin sağlanmasını, Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulaması ve Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesini hedeflemektedir.

Şirket'in 06.08.2021 tarihinde KAP'ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/955449>) halka arzdan beklenen net gelirin

- Finansman maliyetinin azaltılması (%40)
- İnorganik büyümenin finansmanı (%20-30)
- İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması (%30-40)

alanlarında kullanılmasının planlanıldığı belirtilmiştir.

Şirket'in 21.03.2022 tarihinde KAP'ta yayımlanan (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1011724>) Halka Arzdan Elde Edilen Fonun Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da yer alan fonun kullanımına ilişkin bilgiler aşağıda yer alan tabloda ve açıklamalarda belirtilmiştir.

| Fon Kullanım Amacı                            | Oranı (%)   | Planlanan (TL)             | Kullanılan (TL)   | Kalan (TL)                 |
|---|-------------|----------------------------|---|----------------------------|
| Finansman maliyetinin azaltılması             | %40         | 74.745.888                 | Birleşim Mühendislik: 44.745.888 - Erde Mühendislik: 30.000.000 | 0                          |
|   |             |                            |   |                            |
| İnorganik büyümenin finansmanı                | %20-30      | 37.372.944<br>- 56.059.416 | 0   | 37.372.944<br>- 56.059.416 |
| İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması | %30-40      | 56.059.416<br>- 74.745.888 | 0   | 56.059.416<br>- 74.745.888 |
| <b>Toplam</b>                                 | <b>%100</b> | <b>186.916.582</b>         | <b>0</b>  | <b>112.170.694</b>         |

Kaynak: Şirket

Birleşim Mühendislik, bedelli sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen 22.000.000 TL nominal değerli 22.000.000 adet paydan 186.916.582 TL net gelir elde etmiştir. Bu kapsamda;

- Kısa vadeli finansal borçların kapatılması için ayrılan fonun tamamı kullanılmıştır.
- İnorganik büyümenin finansmanı için araştırma faaliyetleri henüz devam etmekte olduğundan bu kısım için ayrılan fon henüz kullanılmamış olup, vadeli banka mevduatında değerlendirilmektedir.
- İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması için ayrılan fondan da henüz kullanım olmamıştır.

Şirket, halka arz ile sermaye artırımından elde ettiği fonu amaçlarına uygun olarak kullanmakta, henüz kullanılmayan fonu ise döviz ve TL mevduat hesaplarında en iyi şekilde nemalandırarak değerlendirildiğini ifade etmiştir.

### 3. 06.08.2021 Tarihinde KAP'ta Yayımlanan Fiyat Tespit Raporu

06.08.2021 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.03.2021 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

Birleşim Mühendislik'in değerinin tespiti amacıyla Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilerek yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre piyasa değerleri hesaplanmıştır. Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan piyasa değerlerine sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilerek Şirket'in nihai piyasa değeri hesaplanmıştır.

Uzun süreli finansal tahminlerin yapılmasını gerektiren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine değerlendirme çalışmasında taşıdığı gelirlerin zamanlaması ve miktarı gibi belirsizlikler sebebiyle değerlemenin esasını oluşturmamıştır. Fiyat Tespit Raporu'nun ekinde söz konusu tahminlerin detayları bilgi amaçlı sunulmuştur. Şirket tarafından sağlanan 5 yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerlendirme çalışması bilgi amaçlı yapılmıştır.

Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından çok sık kullanılması ve Birleşim Mühendislik paylarının teşkilatlanmış bir piyasa olan Borsa İstanbul'da işlem görecektir olması sebebiyle amacına en uygun değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Diğer değerlendirme yöntemlerinin ise sahip olduğu dezavantajlar ve belirsizlikler sebebiyle kullanılmamaları uygun bulunmuştur. Pazar Yaklaşımı çalışması kapsamında güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği düşünülerek yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

İnşaat sektörü altında elektromekanik taahhüt sektöründe faaliyet gösteren Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ile payları Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmekte olan benzer şirketler kıyaslanmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesi sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun elektromekanik taahhüt işleri faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Bu koşullara uymayan şirketler benzer şirket karşılaştırmasına dahil edilmemiştir.

UDS 30.6'da belirtildiği üzere, değerlemesi yapılan varlığın değer tespitinde mevcut verilere ve pazar ile ilgili koşullara göre en uygun ve en geçerli değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Bu sebeple, mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülen Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki Piyasa Değeri/Net Kar (PD/Net Kar) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Diğer çarpan metodlarından Firma Değeri/Net Satışlar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Bu çarpan metodlarından FD/Net Satış yönteminin Şirket'in faaliyetleri gereği ve bulunduğu sektör nedeniyle yürütülen projelerin yıllara sari hakediş yolu ile gelirleri oluşması nedeniyle de uygun olmadığı değerlendirilmiştir. Diğer yöntem olan PD/Defter Değeri ise, Şirket'in ve yine bulunduğu sektör nedeniyle, nakit ve gelir yaratmasını sağlayan varlıkları (örn. üretim tesisi) olmaması nedeniyle uygun bulunmamıştır. Sonuç olarak, daha uygun bulunan operasyonel karlılık göstergesi olarak FAVÖK ile Net Kar değerlerine göre çarpan yöntemleri uygulanmıştır.

Çarpan analizlerinde kullanılan Net Kar ve FAVÖK değerleri için 31.03.2020—31.03.2021 tarihleri arasındaki 12 aylık Bağımsız Denetim Raporu finansal verileri kaynak oluşturmıştır.

#### Değerlemeye Baz Oluşturan Veriler

| <b>31.03.2021'de sonra eren mali dönem, son 12 ay</b> | <b>TL</b>   |
|---|-------------|
| Ana Ortaklık Net Kar                                  | 81.500.121  |
| FAVÖK   | 106.284.820 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Net finansal borç, şirketin kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmıştır. Piyasa değeri hesaplanırken net finansal borç, firma değerinden çıkarılmıştır.

### Değerlemeye Baz Oluşturan Net Borç

|                               |                   |
|-------------------------------|-------------------|
| <b>31.03.2021</b>             | <b>TL</b>         |
| Toplam Finansal Borç          | 118.898.573       |
| Nakit ve Nakit Benzerleri (-) | (48.578.822)      |
| <b>Net Finansal Borç</b>      | <b>70.319.751</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in piyasa değeri PD/Net Kar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı yöntemleri kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmış olup, bu çarpanlardan çıkan sonuçların ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. PD/Net Kar çarpanı, fiyat kazanç (F/K) çarpanı olarak da kullanılmakta ve finansal getirilerini yansıtarak oluşan piyasa değerine işaret etmektedir. Diğer yandan FAVÖK çarpanı da şirketin operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmıştır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Dikkate alınan benzer şirketlerden çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketler dikkate alınmadığından orta değer (medyan) yerine ortalama değer hesaplaması kullanılmıştır. PD/Net Kar hesaplanırken 20,0x çarpan üzerindeki değerler ile FD/FAVÖK hesaplanırken 15,0x üzeri ve 7,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek ortalama hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 2 Temmuz 2021 kapanış tarihli 'S&P Capital IQ' platformu kullanılarak elde edilmiştir.

Yurt içi benzer şirket çarpanları için Tekfen, Enka, Alarko, Anel, Orge ile BİST İnşaat Endeksi ve BİST Yıldız Pazar Endeksi dikkate alınmıştır.

Yurt dışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketler dikkate alınmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin PD/Net Kar Çarpanı ve FD/FAVÖK Çarpanı analizleri sonucunda bulunan piyasa değerleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır:

#### Yurt içi Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Hesaplanan Değer

| Yurt içi Benzer Şirketler Değerleme Yöntemi                | Ağırlık | Piyasa Değeri (TL) |
|--|---------|--------------------|
| PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi                                 | %50     | 878.459.871        |
| FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi                                   | %50     | 801.463.479        |
| <b>Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer</b> |         | <b>839.961.675</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Hesaplanan Değer

| Yurt dışı Benzer Şirketler Değerleme Yöntemi                | Ağırlık | Piyasa Değeri (TL)   |
|---|---------|----------------------|
| PD/Net Kar Çarpanı Yöntemi                                  | %50     | 933.467.953          |
| FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi                                    | %50     | 1.090.218.257        |
| <b>Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer</b> |         | <b>1.011.843.105</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in elektromekanik taahhüt sektörü içinde yurt içi benzer şirketlerin sayısının yurt dışı şirket sayısına kıyasla, sınırlı olmasına rağmen mevcut faaliyetlerinin yurt içinde olması nedeniyle, yurt içi benzer şirketlere daha fazla ağırlık verilmiştir.

## Çarpan Analizi Sonuçları

| Çarpan Analizi Sonuçları   |         |                    |
|----------------------------|---------|--------------------|
| Değerleme Yöntemi          | Ağırlık | Piyasa Değeri (TL) |
| Yurt içi Benzer Şirketler  | %60     | 839.961.675        |
| Yurt dışı Benzer Şirketler | %40     | 1.011.843.105      |
| <b>Ortalama Değer</b>      |         | <b>908.714.247</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Söz konusu ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi piyasa değeri 908,7 milyon TL ve birim pay değeri 11,36 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu değere uygulanan %19,9 halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 728 milyon TL ve halka arz birim pay değeri 9,10 TL olarak belirlenmiştir.

## Halka Arz Fiyatı

| Halka Arz İskontosu sonrası Piyasa ve Birim Pay Değeri                   |                    |
|--|--------------------|
| Nominal Sermaye Tutarı, TL   | 80.000.000         |
| Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri, TL    | <b>908.714.247</b> |
| Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Birim Pay Değeri, TL | 11,36              |
| Halka Arz İskonto Oranı  | %19,9              |
| <b>Halka Arz iskintolu Piyasa Değeri, TL</b>                             | <b>728.000.000</b> |
| <b>Halka Arz Fiyatı (TL/pay)</b>   | <b>9,10</b>        |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu'na bilgi amaçlı ek olarak verilen indirgenmiş nakit akımları analizinin çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen nakit akımları ile birlikte tahmin süresinin sonrasında şirket ömrünün sınırsız kabul edilmesi nedeniyle sonsuza kadar devam etmesi beklenen nakit akımları tahmin edilmekte, tahmin döneminde hesaplanan nakit akımlarının bugünkü değeri ile devam eden değerlerin bugünkü değerleri toplanmakta ve firma değerine ulaşılmaktadır. Son aşamada Firma Değeri'nden, Net Borç tutarının düşülmesi ile Şirket'in nihai Piyasa Değeri hesaplanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yönteminin zayıf yanı geleceğe dönük varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların öngörülenden sapması durumunda Şirket Değeri değişebilecektir. İNA çalışmasına baz oluşturan finansal projeksiyonlar, Şirket tarafından sağlanan öngörülere ve tahminlere dayanmaktadır.

## Hasılat Tahminleri

| TL                       | 2021        | 2022        | 2023        | 2024          | 2025          | Büyüme Oranları |       |       |       |       |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|                          |             |             |             |               |               | 2021            | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
| <b>Mekanik Taahhüt</b>   | 437.433.209 | 431.461.362 | 503.142.475 | 479.287.632   | 599.979.917   | %16,9           | -%1,4 | %16,6 | -%4,7 | %25,2 |
| Hasılat içindeki payı, % | %66,2       | %55,6       | %54,8       | %43,7         | %44,8         |                 |       |       |       |       |
| <b>Elektrik Taahhüt</b>  | 219.486.071 | 339.334.546 | 409.881.507 | 610.153.034   | 732.025.440   | %9,3            | %54,6 | %20,8 | %48,9 | %20,0 |
| Hasılat içindeki payı, % | %33,2       | %43,8       | %44,6       | %55,7         | %54,6         |                 |       |       |       |       |
| <b>Diğer</b>             | 3.835.022   | 4.625.722   | 5.579.446   | 6.729.809     | 8.117.352     | %20,6           | %20,6 | %20,6 | %20,6 | %20,6 |
| Hasılat içindeki payı, % | %0,6        | %0,6        | %0,6        | %0,6          | %0,6          |                 |       |       |       |       |
| <b>Toplam Hasılat</b>    | 660.754.302 | 775.421.629 | 918.603.428 | 1.096.170.475 | 1.340.122.709 | %14,3           | %17,4 | %18,5 | %19,3 | %22,3 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Karlılık Tahminleri

| TL                        | 2021                | 2022                | 2023                | 2024                 | 2025                 |
|---------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Hasılat</b>            | <b>660.754.302</b>  | <b>775.421.629</b>  | <b>918.603.428</b>  | <b>1.096.170.475</b> | <b>1.340.122.709</b> |
| Satışların Maliyeti       | (538.365.943)       | (629.814.039)       | (744.114.545)       | (882.446.940)        | (1.075.594.326)      |
| <i>Hasılat Oranı, %</i>   | <i>-%81,5</i>       | <i>-%81,2</i>       | <i>-%81,0</i>       | <i>-%80,5</i>        | <i>-%80,3</i>        |
| <b>Brüt kar</b>           | <b>122.388.359</b>  | <b>145.607.590</b>  | <b>174.488.883</b>  | <b>213.723.535</b>   | <b>264.528.383</b>   |
| Brüt kar marjı, %         | %18,5               | %18,8               | %19,0               | %19,5                | %19,7                |
| <b>Faaliyet Giderleri</b> | <b>(22.405.994)</b> | <b>(25.206.743)</b> | <b>(28.357.586)</b> | <b>(31.902.284)</b>  | <b>(35.890.070)</b>  |
| <i>Hasılat Oranı, %</i>   | <i>-%3,4</i>        | <i>-%3,3</i>        | <i>-%3,1</i>        | <i>-%2,9</i>         | <i>-%2,7</i>         |
| Genel Yönetim Giderleri   | (21.964.952)        | (24.710.571)        | (27.799.393)        | (31.274.317)         | (35.183.606)         |
| <i>Hasılat Oranı, %</i>   | <i>-%3,3</i>        | <i>-%3,2</i>        | <i>-%3,0</i>        | <i>-%2,9</i>         | <i>-%2,6</i>         |
| Pazarlama Giderleri       | (441.042)           | (496.172)           | (558.193)           | (627.967)            | (706.463)            |
| <i>Hasılat Oranı, %</i>   | <i>-%0,1</i>        | <i>-%0,1</i>        | <i>-%0,1</i>        | <i>-%0,1</i>         | <i>-%0,1</i>         |
| <b>FVÖK</b>               | <b>99.982.365</b>   | <b>120.400.847</b>  | <b>146.131.297</b>  | <b>181.821.251</b>   | <b>228.638.313</b>   |
| <b>FVÖK Marjı</b>         | <b>%15,1</b>        | <b>%15,5</b>        | <b>%15,9</b>        | <b>%16,6</b>         | <b>%17,1</b>         |
| Amortisman                | 8.114.267           | 7.888.899           | 7.581.529           | 7.350.631            | 7.189.703            |
| <b>FAVÖK</b>              | <b>108.096.632</b>  | <b>128.289.747</b>  | <b>153.712.825</b>  | <b>189.171.882</b>   | <b>235.828.016</b>   |
| <b>FAVÖK Marjı</b>        | <b>%16,4</b>        | <b>%16,5</b>        | <b>%16,7</b>        | <b>%17,3</b>         | <b>%17,6</b>         |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## İNA Sonuçları

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır. İNA çalışmasında uç değer hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, mevcut enflasyon seviyeleri, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ile Şirket'in büyüme beklentileri de dikkate alınarak %5,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde 31 Mart 2021 tarihli net borç değeri kullanılmış ve bununla birlikte 2021 nakit akımı için orantısal olarak bu döneme kadar elde edilen nakit akımı dahil edilmemiştir. İNA analizinin indirgeme tarihi olarak 9 Temmuz 2021 dikkate alınmıştır.

| TL                                   | 2021                | 2022                | 2023                | 2024                | 2025                | Devam eden değer     |
|--------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| <b>FVÖK</b>                          | <b>99.982.365</b>   | <b>120.400.847</b>  | <b>146.131.297</b>  | <b>181.821.251</b>  | <b>228.638.313</b>  |                      |
| Vergi gideri                         | <u>(22.995.944)</u> | <u>(25.284.178)</u> | <u>(26.303.633)</u> | <u>(32.727.825)</u> | <u>(45.727.663)</u> |                      |
| <b>Vergi sonrası FVÖK</b>            | <b>76.986.421</b>   | <b>95.116.669</b>   | <b>119.827.664</b>  | <b>149.093.426</b>  | <b>182.910.650</b>  |                      |
| Amortisman ve itfa                   | 8.114.267           | 7.888.899           | 7.581.529           | 7.350.631           | 7.189.703           |                      |
| İşletme sermayesindeki değişim       | (6.575.355)         | (12.134.257)        | (12.104.043)        | (8.460.475)         | (13.668.181)        |                      |
| Yatırımlar                           | (3.167.888)         | (2.613.508)         | (1.829.455)         | (1.875.192)         | (1.922.071)         |                      |
| <b>Serbest nakit akımı</b>           | <b>75.357.445</b>   | <b>88.257.804</b>   | <b>113.475.694</b>  | <b>146.108.390</b>  | <b>174.510.101</b>  | <b>1.329.692.909</b> |
| Devam eden büyüme oranı              | %5,0                |                     |                     |                     |                     |                      |
| İskonto faktörü                      | %18,8               | 0,92                | 0,78                | 0,65                | 0,55                | 0,46                 |
| <b>İndirgenmiş nakit akımı (İNA)</b> | <b>52.279.285</b>   | <b>68.418.313</b>   | <b>74.058.974</b>   | <b>80.241.829</b>   | <b>80.686.678</b>   | <b>614.798.245</b>   |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



| TL                   |                    |
|----------------------|--------------------|
| İNA toplamı          | 355.685.080        |
| Devam eden değer     | 614.798.245        |
| <b>Firma Değeri</b>  | <b>970.483.326</b> |
| Net finansal borç    | 70.319.751         |
| <b>Piyasa Değeri</b> | <b>900.163.575</b> |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 970 milyon TL ve Piyasa Değeri 900 milyon TL'dir. İNA ile bulunan Piyasa Değeri'ne göre hesaplanan birim pay değeri **11,25 TL**'dir.

#### 4. Halka Arz Sonuçları

Birleşim Mühendislik'in talep toplama işlemleri 9,10 TL sabit fiyat ile 11-13 Ağustos 2021 tarihleri arasında tamamlanmıştır. Şirket, BRLSM hisse koduyla 20 Ağustos 2021'de Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

Halka arz sonuçları 16.08.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanmıştır.

Halka arz edilen 33.000.000 TL nominal değerli payların satışı ile beraber ek satışı sunulan Mesut Altan'a ait 3.000.000 TL nominal değerli payların ve İdris Çakır'a ait 3.000.000 TL nominal değerli payların da satışı gerçekleştirilmiş, halka arz edilen toplam pay adedi 39.000.000 olmuştur.

Ek pay satışı dahil halka arz edilen toplam 39.000.000 TL nominal değerli pay ile birlikte toplam halka arz büyüklüğü 354.900.000 TL olmuştur.

Halka arzda toplam 35.734 yatırımcıdan halka arz edilen 33.000.000 TL nominal değerli payların 6,74 katına denk gelen 222.366.807 TL nominal değerli filtrelenmiş pay talebi gelmiştir.

Nihai halka arz dağılımında Bireysel Yatırımcılara dağıtılması planlanan 9.145.402 TL nominal değerli pay Yüksek Başvurulu Yatırımcılar kategorisine dağıtılmıştır.

Ek pay satışının %47,50'sine denk gelen 2.850.000 TL nominal değerli pay Yüksek Başvurulu Yatırımcılara; ek pay satışının %52,50'sine denk gelen 3.150.000 TL nominal değerli pay ise Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara dağıtılmıştır.

Halka arz fiyatı üzerinden gelen talep, halka arz tahsisatı ve dağıtım bilgisi yatırımcı grubu bazında aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

| Yatırımcı Grubu                       | Planlanan Tahsisat |             | Talep         |                    |             | Dağıtım       |                   |             |
|---------------------------------------|--------------------|-------------|---------------|--------------------|-------------|---------------|-------------------|-------------|
|                                       | Lot                | Oran        | Kişi          | Lot                | Oran        | Kişi          | Lot               | Oran        |
| <b>Bireysel Yatırımcılar</b>          | 16.500.000         | %50         | 29.287        | 7.354.598          | %3          | 29.287        | 7.354.598         | %19         |
| <b>Yüksek Başvurulu Yatırımcılar</b>  | 9.900.000          | %30         | 6.331         | 132.816.235        | %60         | 6.284         | 21.895.402        | %56         |
| <b>Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar</b> | 6.600.000          | %20         | 116           | 82.195.974         | %37         | 111           | 9.750.000         | %25         |
| <b>TOPLAM</b>                         | <b>33.000.000</b>  | <b>%100</b> | <b>35.734</b> | <b>222.366.807</b> | <b>%100</b> | <b>35.682</b> | <b>39.000.000</b> | <b>%100</b> |

Kaynak: QNB Finans Yatırım

#### 5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans

Şirket paylarının 20 Ağustos 2021 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2021 yılı 6 aylık, 9 aylık ve 12 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

## Özet Mali Tablolar

### Gelir Tablosu

| Türk Lirası                                  | 1 Ocak – 31 Aralık  |                     |
|--|---------------------|---------------------|
|  | 2020                | 2021                |
| Hasılat                                      | 578.056.989         | 620.288.863         |
| Satışların Maliyeti (-)                      | - 483.359.117       | - 544.413.864       |
| <b>Brüt Kâr</b>                              | <b>94.697.872</b>   | <b>75.874.999</b>   |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                  | - 19.524.402        | - 36.215.745        |
| Pazarlama Giderleri (-)                      | - 392.037           | - 236.479           |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler           | 121.787.470         | 81.424.479          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)       | - 124.091.329       | - 89.905.772        |
| <b>Esas Faaliyet Kârı</b>                    | <b>72.477.574</b>   | <b>30.941.482</b>   |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler            | 11.713.455          | 45.353.255          |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)        | - 2.314.782         | - 3.401.002         |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı</b> | <b>81.876.247</b>   | <b>72.893.735</b>   |
| Finansman Gelirleri                          | 7.621.837           | 8.200.176           |
| Finansman Giderleri (-)                      | - 12.844.608        | - 25.271.586        |
| <b>Vergi Öncesi Karı / (Zararı)</b>          | <b>76.653.476</b>   | <b>55.822.325</b>   |
| <b>Vergi Gelir / (Gideri)</b>                | <b>- 16.661.846</b> | <b>- 24.115.739</b> |
| Dönem Vergi Gideri (-)                       | - 25.738.530        | - 12.446.296        |
| Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)            | 9.076.684           | - 11.669.443        |
| <b>DÖNEM KÂRI / (ZARARI)</b>                 | <b>59.991.630</b>   | <b>31.706.586</b>   |
| Amortisman Giderleri ve İtfa Payları         | 8.311.877           | 5.295.224           |
| <b>FAVÖK</b>                                 | <b>83.093.310</b>   | <b>44.717.999</b>   |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                           | <b>%14,4</b>        | <b>%7,2</b>         |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

### Bilanço

| Türk Lirası                                 | 31.12.2020         | 31.12.2021         |
|---|--------------------|--------------------|
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                     | <b>523.829.894</b> | <b>889.811.874</b> |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                      | <b>506.500.324</b> | <b>814.575.364</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                   | 49.062.023         | 180.095.042        |
| Finansal Yatırımlar                         | -                  | 1.841.639          |
| Ticari Alacaklar                            | 166.894.713        | 331.498.980        |
| Diğer Alacaklar                             | 122.232.659        | 25.862.796         |
| Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar    | 17.849.463         | 26.807.147         |
| Stoklar                                     | 58.864.003         | 100.499.925        |
| Peşin Ödenmiş Giderler                      | 3.633.181          | 25.327.027         |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar      | 4.326.317          | 18.265.327         |
| Diğer Dönen Varlıklar                       | 45.175.402         | 95.844.746         |
| Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar | 38.462.563         | 8.532.735          |
| <b>Duran Varlıklar</b>                      | <b>17.329.570</b>  | <b>75.236.510</b>  |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller               | -                  | -                  |
| Maddi Duran Varlıklar                       | 13.773.426         | 74.368.773         |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                   | 2.449.611          | 2.234              |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar               | 922.793            | 562.075            |
| Şerefiye                                    | -                  | -                  |

|                        |         |         |
|------------------------|---------|---------|
| Peşin Ödenmiş Giderler | 125.997 | 176.449 |
| Diğer Duran Varlıklar  | 57.743  | 126.979 |

| <b>Türk Lirası</b>   | <b>31.12.2020</b>  | <b>31.12.2021</b>  |
|--|--------------------|--------------------|
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>  | <b>523.829.894</b> | <b>889.811.874</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>   | <b>365.065.676</b> | <b>525.644.209</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar   | 104.702.477        | 64.201.523         |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları   | 1.195.357          | 4.314.943          |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar   | 2.346.698          | 21.685             |
| Ticari Borçlar   | 139.804.006        | 300.406.992        |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar   | 2.204.764          | 5.607.792          |
| Diğer Borçlar  | 30.733.541         | 30.453             |
| Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler   | 12.613.288         | 21.555.840         |
| Ertelenmiş Gelirler  | 56.983.962         | 100.794.831        |
| Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü   | -                  | -                  |
| Kısa Vadeli Karşılıklar  | 7.542.433          | 15.110.126         |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler  | 6.939.150          | 13.600.024         |
| Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler                         | -                  | -                  |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>   | <b>9.070.965</b>   | <b>21.752.698</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar   | 164.186            | 771.764            |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar   | 671.135            | -                  |
| Uzun Vadeli Karşılıklar  | 4.689.237          | 5.786.471          |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü   | 3.546.407          | 15.075.703         |
| Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler  | -                  | 118.760            |
| <b>Özkaynaklar</b>   | <b>149.693.253</b> | <b>342.414.967</b> |
| Ödenmiş Sermaye  | 11.100.000         | 102.000.000        |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları  | 2.971              | -                  |
| Paylara İlişkin Primler  | -                  | 168.368.202        |
| Geri Alınmış Paylar (-)  | -                  | 29.883.812         |
| Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi                    | 4.594.787          | 4.594.787          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler | 1.041.273          | 480.686            |
| Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler  | 5.368.927          | 6.654.352          |
| Geçmiş Yıllar Kârlar   | 77.052.337         | 67.683.740         |
| Net Dönem Kar / (Zararı)   | 59.722.532         | 31.706.586         |
| Kontrol Gücü Olmayan Paylar  | -                  | -                  |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| Türk Lirası             | 1 Ocak – 31 Aralık |              |                   |
|-------------------------|--------------------|--------------|-------------------|
|                         | 2021               |              |                   |
|                         | Projeksiyon        | Gerçekleşen  | Gerçekleşme Oranı |
| Hasılat                 | 660.754.302        | 620.288.863  | %93,9             |
| Satışların Maliyeti (-) | -538.365.943       | -544.413.864 | %101,1            |
| Brüt Kâr                | 122.388.359        | 75.874.999   | %62,0             |
| Brüt Kâr Marjı          | %18,5              | %12,2        | %66,0             |
| Faaliyet Giderleri      | -22.405.994        | -36.452.224  | %162,7            |
| Faaliyet Kârı           | 99.982.365         | 39.422.775   | %39,4             |

|                                      |             |            |       |
|--------------------------------------|-------------|------------|-------|
| Amortisman Giderleri ve İtfa Payları | 8.114.267   | 5.295.224  | %65,3 |
| FAVÖK                                | 108.096.632 | 44.717.999 | %41,4 |
| FAVÖK Marjı                          | %16,4       | %7,2       | %44,1 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Fiyat tespit raporunda bilgi amaçlı ek olarak verilen indirgenmiş nakit akımları analizi çalışmasına göre 2021 yılının net satışları 661 milyon TL olarak tahmin edilmiştir. Şirket'in net satışları 31.12.2021 tarihinde sona eren mali dönemde 620 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Gerçekleşme oranı yaklaşık %94 seviyesindedir.

Şirket'in satışlarının maliyeti 2021 yıl sonu itibarıyla 538 milyon TL olarak tahmin edilmiş ve %101 gerçekleşme oranı ile 544 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna göre brüt kar 76 milyon TL seviyesinde olup %62'lik bir gerçekleşme oranına tekabül etmektedir. Brüt kar marjı 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren mali dönemde %18,5 tahmin edilirken, gerçekleşen brüt kar marjı %12,2 olmuştur.

Birleşim Mühendislik'in indirgenmiş nakit akımları analizinde Şirket'in 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren dönemde FAVÖK tutarı 108 milyon TL, FAVÖK marjı ise %16,4 olarak tahmin edilmiştir. 2021 yılı sonunda FAVÖK tutarı 45 milyon TL olarak gerçekleşirken FAVÖK marjı da %7,2 seviyesindedir. Buna göre FAVÖK'ün gerçekleşme oranı %44 seviyesindedir.

Şirket'in faaliyetlerinin yıllara sari olması nedeniyle, yürütülen işlerin tamamlanma derecelerine göre hasılatla yansıtılması, yıl içinde bazı dönemlerde hasılatla tahmin edilen orana kıyasla sapma olmasına sebep olabilmektedir. Şirket ve bağlı ortaklığı daha önceki yıllardan devam eden projelerin yanı sıra 2021 ve 2022 yıllarında aşağıda verilen yeni projeleri üstlenmiştir;

- Medipol Bahçelievler Hastanesi
- Ziraat Bankası Genel Müdürlüğü
- Ataköy Medicana Hastanesi
- Borsa İstanbul - İstanbul Finans Merkezi Ofisi
- Çiftçi Towers
- İstanbul Tower
- Acıbadem Ataşehir Hastanesi
- Medipol Acıbadem Hastanesi
- Kavacık Medikal Medisitate Hastanesi

- Aydınli Hazır Giyim Selimpaşa Fabrika Binası
- Aydınli Hazır Giyim Hadımköy Depo
- İş GYO İstanbul Finans Merkezi Ofisi
- Vakıfbank Genel Müdürlüğü Faz2
- Trendyol Ankara Lojistik Aktarma Merkezi Projesi
- Sakarya Gaz Sahası (Filyos) Mobilizasyon İşleri
- Erman Ilıcak Fen Lisesi

Şirket'in 2021 yılı hasılatı, 2020 yılına göre %7,3 oranında artarak 620,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in yüklenici ve/veya alt yüklenici sıfatıyla üstlendiği yıllara yaygın ısıtma ve soğutma sistemleri ile mekanik ve elektrik tesisatı inşaat işleri ile ilgili sözleşmeleri tamamlanma oranı dikkate alınarak hasılatı yansıtılmaktadır. Dolayısıyla hasılatındaki artış veya azalışlar üstlenilen projelerin fiziki tamamlanma derecesine ve projenin sözleşme bedeline göre dönemler itibarıyla değişkenlik göstermektedir. Ayrıca 2021 yılı son çeyreğinde yaşanan ekonomik dalgalanma nedeniyle alınması tahmin edilen projelerin 2022 yılına sarkması, döviz kuru artışı, hammadde fiyatları artışı nedenleriyle Şirket'in brüt kârı %19,9 oranında azalarak 94,7 milyon TL'den 75,9 milyon TL'ye düşmüştür. 2020 yılında 83,1 milyon TL olan FAVÖK ise 2021 yılında %46,2 oranında azalarak 44,7 Milyon TL olmuştur.

Sonuç olarak Şirket 2021 yılı hasılat hedefinin %93,9'una, FAVÖK'ün de %41,4 hedefine ulaşmıştır. Şirket, finansal yapısı, büyüme stratejileri doğrultusunda yapılacak yatırımlar sonucu faaliyet alanında yaratılacak çeşitlilik ve 2022 yılı başında alınan projeler tamamlandıkça, kesilen hakediş faturalarının hasılatı yansıtılması sonucu hedeflerine ulaşacağını beklemektedir.

## 6. Halka Arz Sonrasında Yaşanan Fiyat Hareketleri

Birleşim Mühendislik payları, 20 Ağustos 2021 tarihinde 9,10 TL fiyatla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

Şirket paylarının 31.03.2022 tarihindeki borsa kapanış fiyatı 8,87 TL'dir.

Birleşim Mühendislik Pay Fiyatı

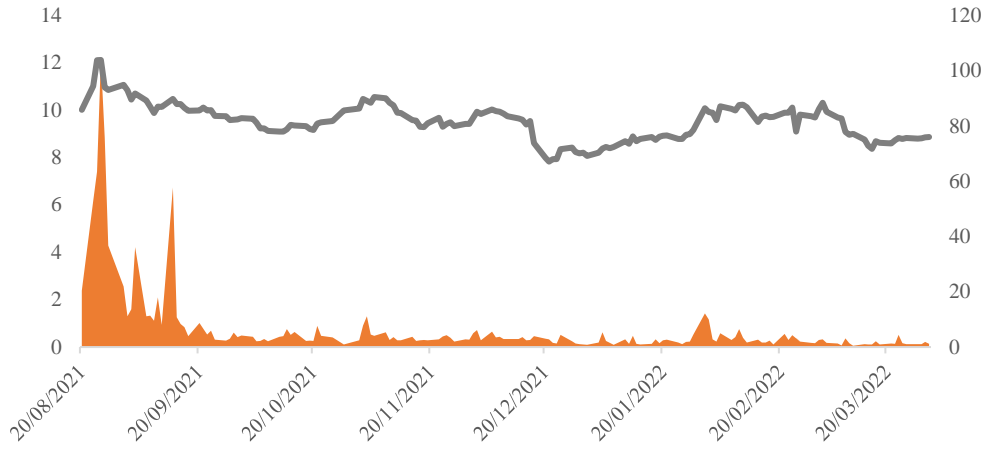


Kaynak: S&P CapitalIQ

## 7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler

Birleşim Mühendislik paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

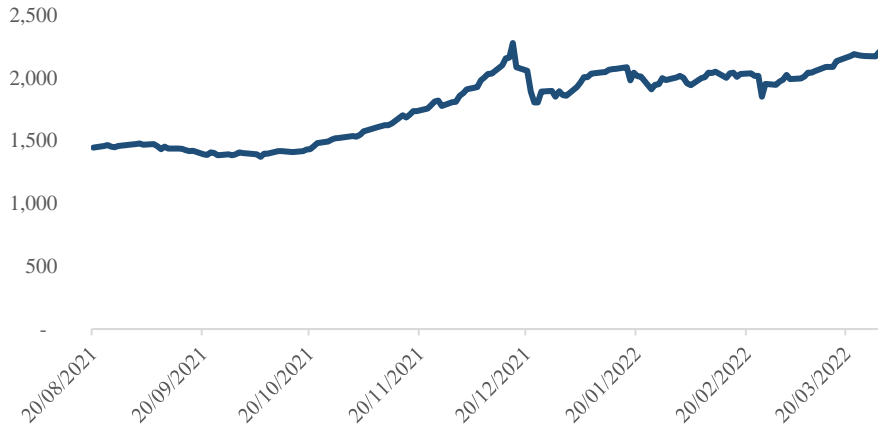
## Birleşim Mühendislik Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak: S&P CapitalIQ

Birleşim Mühendislik paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren BIST 100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

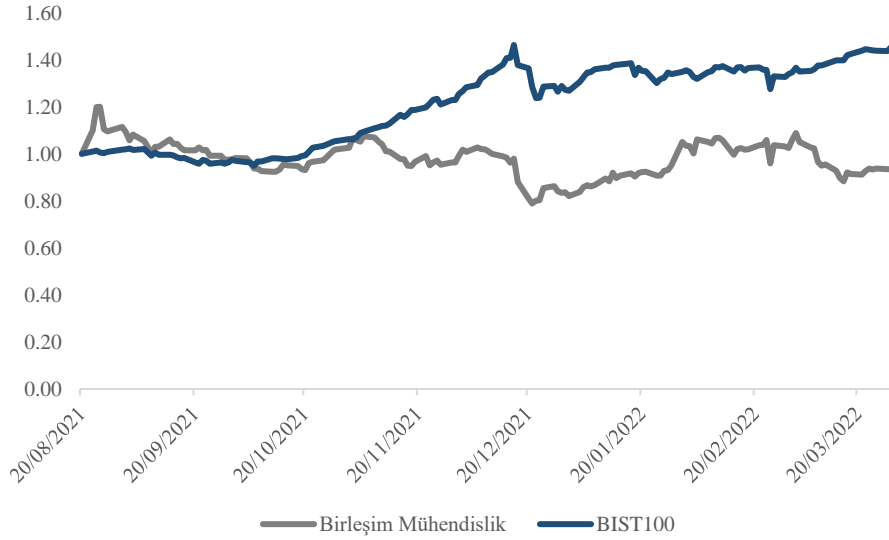
## BIST100 Endeksi



Kaynak: Bloomberg

Birleşim Mühendislik pay fiyatının BIST 100 endeksine göre performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

### Birleşim Mühendislik'in BIST100 Endeksine Göre Performansı



Kaynak: S&P CapitalIQ, Bloomberg

20.08.2021 tarihinde 1 TL nominal değerli pay başına 9,10 TL seviyesindeki halka arz fiyatı ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Birleşim Mühendislik, 31.03.2022 tarihi itibarıyla 8,87 TL fiyat seviyesinde kapanmıştır. Payların işlem görmeye başladığı 20.08.2021 tarihinden bir gün önce 19.08.2021 tarihinde 1.439,86 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksi ise 31.03.2022 tarihi itibarıyla 2.233,30 seviyesinden kapanmıştır.