



**Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma
Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Değerlendirme Raporu - 2
19 Ağustos 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	14
7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler.....	14

1. Değerlendirme Raporunun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 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 19.08.2022 tarihine kadar (18.08.2022 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 artırılabilecek 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.

TL	
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 planlandığı 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 - 56.059.416	0	37.372.944 - 56.059.416
İşletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması	%30-40	56.059.416 - 74.745.888	0	56.059.416 - 74.745.888
Toplam	%100	186.916.582	0	112.170.694

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

31.03.2021'de sonra eren mali dönem, son 12 ay	TL
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

31.03.2021	TL
Toplam Finansal Borç	118.898.573
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(48.578.822)
Net Finansal Borç	70.319.751

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
Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer		839.961.675

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
Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları ile Bulunan Değer		1.011.843.105

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
Ortalama Değer		908.714.247

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	908.714.247
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Birim Pay Değeri, TL	11,36
Halka Arz İskonto Oranı	%19,9
Halka Arz iskentolu Piyasa Değeri, TL	728.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	9,10

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						Büyüme Oranları				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
Mekanik Taahhüt	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					
Elektrik Taahhüt	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					
Diğer	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					
Toplam Hasılat	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
Hasılat	660.754.302	775.421.629	918.603.428	1.096.170.475	1.340.122.709
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>
Brüt kar	122.388.359	145.607.590	174.488.883	213.723.535	264.528.383
<i>Brüt kar marjı, %</i>	<i>%18,5</i>	<i>%18,8</i>	<i>%19,0</i>	<i>%19,5</i>	<i>%19,7</i>
Faaliyet Giderleri	(22.405.994)	(25.206.743)	(28.357.586)	(31.902.284)	(35.890.070)
<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>
FVÖK	99.982.365	120.400.847	146.131.297	181.821.251	228.638.313
FVÖK Marjı	%15,1	%15,5	%15,9	%16,6	%17,1
Amortisman	8.114.267	7.888.899	7.581.529	7.350.631	7.189.703
FAVÖK	108.096.632	128.289.747	153.712.825	189.171.882	235.828.016
FAVÖK Marjı	%16,4	%16,5	%16,7	%17,3	%17,6

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
FVÖK	99.982.365	120.400.847	146.131.297	181.821.251	228.638.313	
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>	
Vergi sonrası FVÖK	76.986.421	95.116.669	119.827.664	149.093.426	182.910.650	
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)	
Serbest nakit akımı	75.357.445	88.257.804	113.475.694	146.108.390	174.510.101	1.329.692.909
Devam eden büyüme oranı	<i>%5,0</i>					
İskonto faktörü	<i>%18,8</i>	0,92	0,78	0,65	0,46	0,46
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	52.279.285	68.418.313	74.058.974	80.241.829	80.686.678	614.798.245

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

TL	
İNA toplamı	355.685.080
Devam eden değer	614.798.245
Firma Değeri	970.483.326
Net finansal borç	70.319.751
Piyasa Değeri	900.163.575

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 satışa 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 filtelenmiş 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
Bireysel Yatırımcılar	16.500.000	% 50	29.287	7.354.598	% 3	29.287	7.354.598	% 19
Yüksek Başvurulu Yatırımcılar	9.900.000	% 30	6.331	132.816.235	% 60	6.284	21.895.402	% 56
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	6.600.000	% 20	116	82.195.974	% 37	111	9.750.000	% 25
TOPLAM	33.000.000	%100	35.734	222.366.807	%100	35.682	39.000.000	%100

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 ile 2022 yılı 3 aylık ve 6 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan

2020 ve 2021 yılı 12 aylık ile 2021 ve 2022 yılı 6 aylık finansal tablolarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Özet Mali Tablolar

Gelir Tablosu

Türk Lirası	1 Ocak – 31 Aralık		1 Ocak – 30 Haziran	
	2020	2021	2021	2022
Hasılat	578.056.989	620.288.863	262.976.214	565.545.979
Satışların Maliyeti (-)	- 483.359.117	- 544.413.864	- 200.306.110	- 496.960.006
Brüt Kâr	94.697.872	75.874.999	62.670.104	68.585.973
Genel Yönetim Giderleri (-)	- 19.524.402	- 36.215.745	- 14.008.523	- 22.300.775
Pazarlama Giderleri (-)	- 392.037	- 236.479	- 98.018	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	121.787.470	81.424.479	31.688.594	75.833.223
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	- 124.091.329	- 89.905.772	- 27.533.431	- 82.293.568
Esas Faaliyet Kârı	72.477.574	30.941.482	52.718.726	39.824.853
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.713.455	45.353.255	8.836.842	14.715.703
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	- 2.314.782	- 3.401.002	-	- 422.812
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	81.876.247	72.893.735	61.555.568	54.117.744
Finansman Gelirleri	7.621.837	8.200.176	4.451.881	1.095.536
Finansman Giderleri (-)	- 12.844.608	- 25.271.586	- 15.930.485	- 13.962.548
Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	76.653.476	55.822.325	50.076.964	41.250.732
Vergi Gelir / (Gideri)	- 16.661.846	- 24.115.739	- 9.838.819	1.999.010
Dönem Vergi Gideri (-)	- 25.738.530	- 12.446.296	- 1.520.199	-
Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	9.076.684	- 11.669.443	- 8.318.620	1.999.010
DÖNEM KÂRI / (ZARARI)	59.991.630	31.706.586	40.238.145	43.249.742

Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	8.311.877	5.295.224	2.657.391	2.183.093
FAVÖK	83.093.310	44.717.999	51.220.954	48.468.291
FAVÖK Marjı	% 14,4	% 7,2	19,5%	8,6%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Bilanço

Türk Lirası	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
TOPLAM VARLIKLAR	523.829.894	889.811.874	1.138.725.056
Dönen Varlıklar	506.500.324	814.575.364	1.062.238.337
Nakit ve Nakit Benzerleri	49.062.023	180.095.042	328.842.250
Finansal Yatırımlar	-	1.841.639	2.643.370
Ticari Alacaklar	166.894.713	331.498.980	368.324.891
Diğer Alacaklar	122.232.659	25.862.796	35.957.671
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	17.849.463	26.807.147	50.204.736
Stoklar	58.864.003	100.499.925	117.595.299
Peşin Ödenmiş Giderler	3.633.181	25.327.027	8.058.850
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	4.326.317	18.265.327	28.026.696
Diğer Dönen Varlıklar	45.175.402	95.844.746	115.839.263
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	38.462.563	8.532.735	6.745.311
Duran Varlıklar	17.329.570	75.236.510	76.486.719
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	-

Maddi Duran Varlıklar	13.773.426	74.368.773	75.620.716
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.449.611	2.234	-
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	922.793	562.075	418.107
Şerefiye	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	125.997	176.449	336.523
Diğer Duran Varlıklar	57.743	126.979	111.373

Türk Lirası	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
TOPLAM KAYNAKLAR	523.829.894	889.811.874	1.138.725.056
Kısa Vadeli Yükümlülükler	365.065.676	525.644.209	737.270.942
Kısa Vadeli Borçlanmalar	104.702.477	64.201.523	96.405.939
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.195.357	4.314.943	2.543.894
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.346.698	21.685	-
Ticari Borçlar	139.804.006	300.406.992	306.294.150
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.204.764	5.607.792	6.183.023
Diğer Borçlar	30.733.541	30.453	2.027.774
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	12.613.288	21.555.840	625.786
Ertelenmiş Gelirler	56.983.962	100.794.831	301.771.317
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	7.542.433	15.110.126	7.661.967
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.939.150	13.600.024	13.757.092
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.070.965	21.752.698	19.834.919
Uzun Vadeli Borçlanmalar	164.186	771.764	-
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	671.135	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.689.237	5.786.471	6.805.281
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.546.407	15.075.703	12.910.878
Ertelenmiş Gelirler	-	118.760	118.760
Özkaynaklar	149.693.253	342.414.967	381.619.195
Ödenmiş Sermaye	11.100.000	102.000.000	102.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	2.971	-	-
Paylara İlişkin Primler	-	168.368.202	168.368.202
Geri Alınmış Paylar (-)	-	- 29.883.812	- 26.568.135
Ortak Kontrolde Tabi T eşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	- 4.594.787	- 4.594.787	- 4.594.787
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.041.273	480.686	- 182.573
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.368.927	6.654.352	9.211.516
Geçmiş Yıllar Kârlar	77.052.337	67.683.740	90.135.230
Net Dönem Kar / (Zararı)	59.722.532	31.706.586	43.249.742
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
Faaliyet Giderleri	-22.405.994	-36.452.224	%162,7

FAVÖK	108.096.632	44.717.999	%41,4
-------	-------------	------------	-------

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit 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 finansal 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.

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'ün gerçekleşme oranı %44 seviyesindedir.

Fiyat Tespit Raporu'nda 2022 yılının ilk altı aylık dönemine ilişkin tahmin bulunmadığından, Şirket'in 2021 dönemi yıllık ve altı aylık finansallarından ciro mevsimselliği incelenmiş ve yıllık cironun %42,40'mın yılın ilk altı aylık döneminde kaydedildiği hesaplanmıştır. Buradan hareketle yıllık tahminlerin %42,40'mın alınıp, 2022 yılı 6 aylık tahmini ve gerçekleşen verileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

TL	2022 (T)	2022/6 (T)	2022/6 (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	775.421.629	328.745.938	565.545.979	172,03
Satışların Maliyeti	629.814.039	267.014.485	496.960.006	186,12
Brüt Kâr	145.607.590	61.731.453	68.585.973	111,10
Faaliyet Giderleri	25.206.743	10.686.592	22.300.775	208,68
FAVÖK	128.289.747	54.389.421	48.468.291	89,11

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Fiyat Tespit Raporu

Buna göre, Şirket'in 30.06.2022 tarihinde sona eren finansal dönemde kaydedilen 566 milyon TL hasılatı %172 gerçekleşme oranına denk gelmektedir. Benzer şekilde brüt kar 69 milyon TL seviyesinde olup %111'lik bir gerçekleşme oranına tekabül etmektedir. Aynı dönem itibarıyla FAVÖK tutarı 48 milyon TL olarak gerçekleşirken FAVÖK'ün gerçekleşme oranı %89 seviyesindedir.

Şirket'in faaliyetlerinin yıllara sari olması nedeniyle, yürütülen işlerin tamamlanma derecelerine göre hasılatı yansıtılması, yıl içinde bazı dönemlerde hasılatta tahmin edilen orana kıyasla sapma olmasına sebep olabilmektedir. Şirket ve bağlı ortaklığının devam eden projeleri aşağıda yer almaktadır;

- Medipol Bahçelievler Hastanesi
- Ziraat Bankası Genel Müdürlüğü
- Ataköy Medicana Hastanesi
- Borsa İstanbul - İstanbul Finans Merkezi Ofisi
- Çiftçi Towers
- Acıbadem Ataşehir Hastanesi
- Medipol Acıbadem Hastanesi
- Kavacık Medikal Medisitate Hastanesi
- Aydınli Hazır Giyim Selimpaşa Fabrika Binası
- Aydınli Hazır Giyim Hadımköy Depo
- Vakıfbank Genel Müdürlüğü Faz2
- Sakarya Gaz Sahası (Filyos) Mobilizasyon İşleri
- Trendyol Ankara Lojistik Aktarma Merkezi Projesi
- Erman Ilıcak Fen Lisesi
- Çukurova Havalimanı
- İş GYO İstanbul Finans Merkezi Ofisi
- Perspektif Akzirve
- Acarlar Verde
- Amazon Tuzla Depo

Şirket'in 2021 yılı hasılatı, 2020 yılına göre %7,3 oranında artarak 620 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılının ilk 6 aylık döneminde ise Şirket'in hasılatı, 2021 yılının aynı dönemine göre %115 oranında artarak 566 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in yüklenici ve/veya alt yüklenici sıfatıyla üstlendiği yıllara yaygın ısıtma ve soğutma sistemleri ile mekanik ve elektrik tesisatı inşaatı 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.

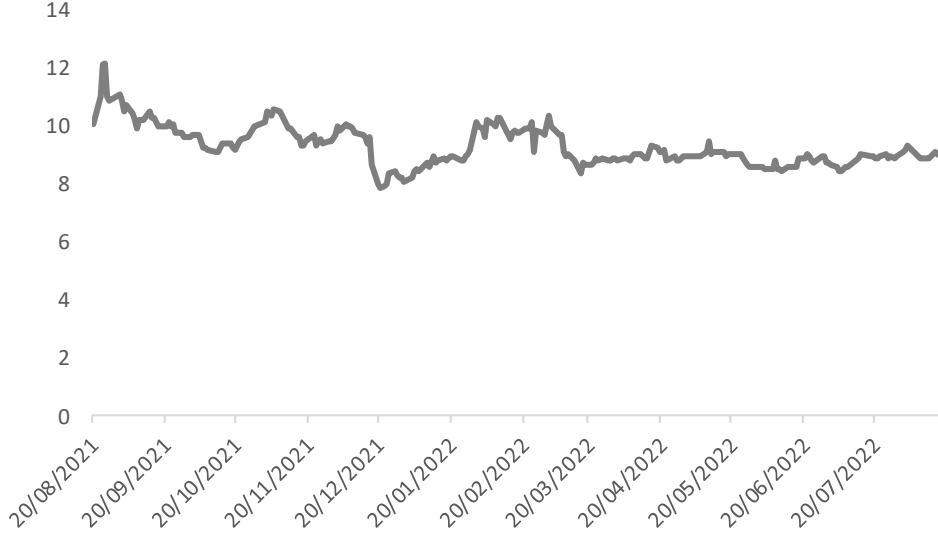
Şirket'in güçlü finansal yapısı, büyüme stratejileri doğrultusunda yapılacak yatırımlar sonucu faaliyet alanında yaratılacak çeşitlilik, 2022 yılı başında alınan yeni projelerin tamamlanmasıyla birlikte 2022 yılsonu hedeflerine de ulaşacağı ve Fiyat Tespit Raporu ekinde bilgi amaçlı olarak bulunan varsayımların gerçekleştirileceği beklenmektedir.

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 18.08.2022 tarihindeki borsa kapanış fiyatı 9,35 TL'dir.

Birleşim Mühendislik Pay Fiyatı

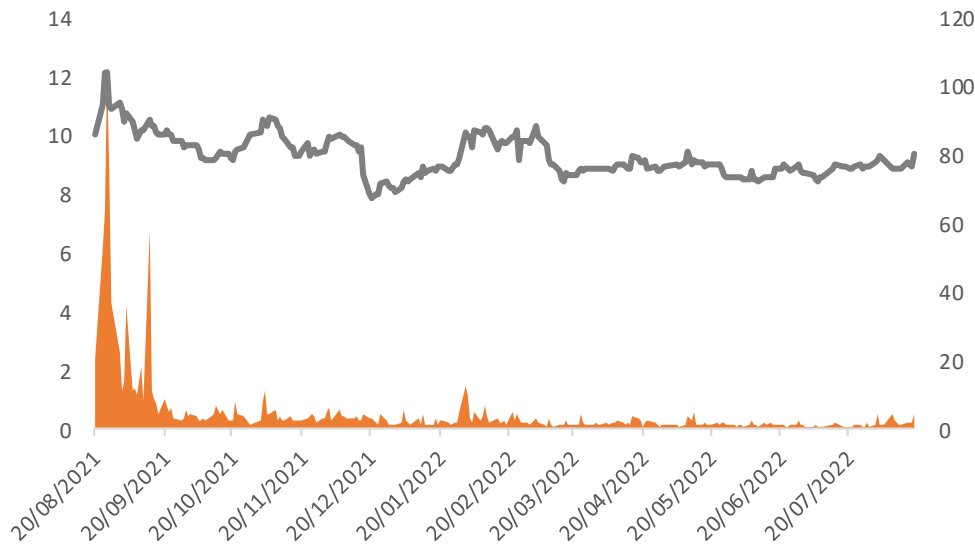


Kaynak: S&P CapitalIQ

7. Halka Arz ve Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler

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

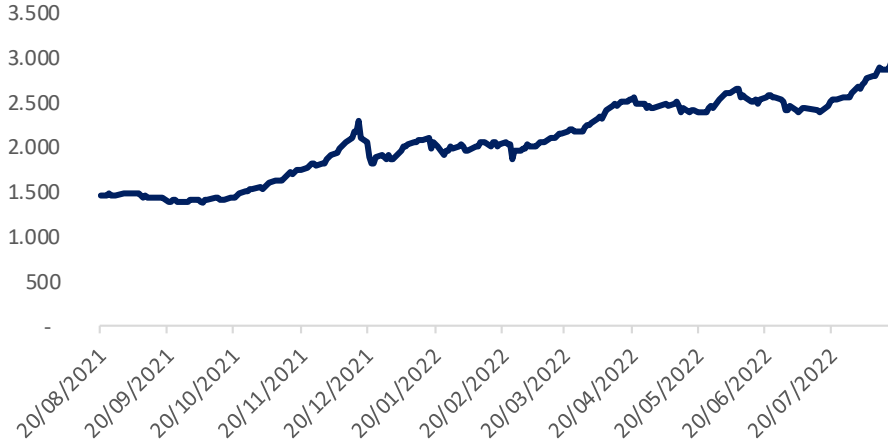
Birleşim Mühendislik Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak: S&P CapitalIQ

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

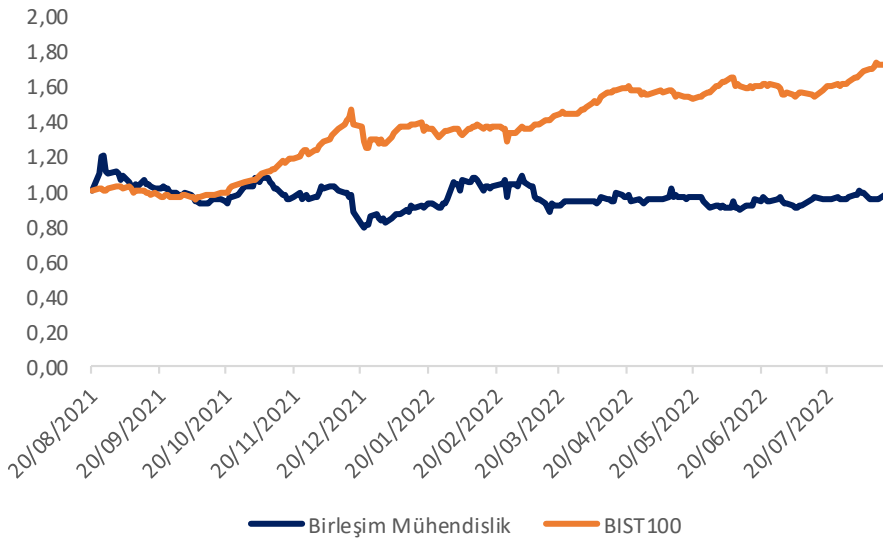
BIST100 Endeksi



Kaynak: S&P CapitalIQ

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

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, 18.08.2022 tarihi itibarıyla 9,35 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 18.08.2022 tarihi itibarıyla 3.020,01 seviyesinden kapanmıştır.