

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

**Halka Arz Hakkında Özet Bilgi:**

Halka Arz Fiyatı	9,10 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	80.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	102.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	33.000.000 TL
<i>Sermaye Artırımı</i>	22.000.000 TL
<i>Ortak Satışı</i>	11.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	300.300.000 TL
Halka Açıklık oranı	%32,35
Ek satış	6.000.000 TL
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	%38,24
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal(Ek Satış Dâhil)	39.000.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	11.08.2021-13.08.2021
Taahhütler	<i>Şirket'in mevcut ortakları, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa'da satmayacağını, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmişlerdir.</i>

**Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı:**

Şirket tarafından sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak gelirin;

- Finansman Maliyetlerinin azaltılması -%40
- İnorganik büyüme finansmanı -%30-%40
- İşletme Sermayesinin İhtiyacının karşılanması -%20-%30

## Şirket

Şirket ve bağlı ortaklığı Erde Mühendislik, çeşitli sektörlerde inşa edilen her türlü yapının, ısıtma ve soğutma tesisatı, havalandırma tesisatı, sıhhi tesisat, yangın tesisatı, güneş enerjisi tesisatı, doğalgaz tesisatı, basınçlı hava tesisatı, medikal gaz tesisatı, çamaşırhane ve mutfak tesisatı, buhar, kondens, kızgın su ve kızgın yağ tesisatı, havuz tesisatı, bina otomasyon sistemleri, güç dağıtım sistemleri, yedek güç sistemleri, aydınlatma sistemleri, reaktif güç kompanzasyonu, koruma sistemleri, iletişim sistemleri, yangın algılama ve alarm sistemleri, güvenlik sistemleri, kongre ve konferans sistemleri, ses ve görüntü sistemleri, tıbbi çağrı sistemleri, petrokimya ve rafineri elektrik sistemleri, test, ayar ve dengeleme (TAD) işlemleri başta olmak üzere her türlü elektrik ve mekanik tesisat, işlem ve sistemleri uygulamakta ve bu alanlarda müşavirlik ve mühendislik hizmetleri vermektedir.

Şirket ve bağlı ortaklığı Erde Mühendislik özellikle hastane ve diğer sağlık sektörü projelerinde, AVM ve ofis projelerinde, oteller ve diğer turizm sektörü projelerinde, Konut+AVM+Otel projelerinin yer aldığı karma projelerde, rezidans, lüks konut ve villa projeleri ile endüstriyel yapıların elektromekanik tesisat uygulamalarını hayata geçirmektedir.

## Sermaye Dağılımı

Şirket'in halka arz öncesi ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ortaklık Yapısı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası(Ek Satış Dâhil)	
		Sermaye(TL)	Pay Oranı	Sermaye(TL)	Pay Oranı	Sermaye(TL)	Pay Oranı
Mesut Altan	A	4.000.000	5,00%	4.000.000	3,92%	4.000.000	3,92%
	B	36.000.000	45,00%	30.500.000	29,90%	27.500.000	26,96%
İdris Çakır	A	4.000.000	5,00%	4.000.000	3,92%	4.000.000	3,92%
	B	36.000.000	45,00%	30.500.000	29,90%	27.500.000	26,96%
Halka Açık Kısım	B			33.000.000	32,35%	39.000.000	38,24%
<b>Toplam</b>		<b>80.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>102.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>102.000.000</b>	<b>100,00%</b>

## Değerleme Özeti

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Çarpan Analizi Yöntemi kullanılmıştır.Çarpan Analizinde hem yurt içi hemde yurt dışı benzer şirketlerin PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilerek Şirket'in piyasa değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri(TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler	60%	839.961.675
Yurtdışı Benzer Şirketler	40%	1.011.843.105
<b>Ortalama Değer</b>		<b>908.714.247</b>

**Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa ve Birim Pay Değeri**

Nominal Sermaye Tutarı (TL)	80.000.000
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi PD(TL)	908.714.247
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Birim Pay Değer(TL)	11,36
Halka Arz İskonto Oranı	19,9%
<b>Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri</b>	<b>728.000.000</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>9,10</b>

Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Yurtiçi Benzer Şirketlere %60, Yurtdışı Benzer Şirketlere %40 ağırlık verilmiş olup, Şirket için 908.714.247 TL hedef değerine ulaşılmış olup, halka arz öncesi ödenmiş sermayeye bölünerek bulunan pay başı değer 11,36 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan pay başı değere %19,9 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 9,10 TL olarak hesaplanmıştır.

**Benzer Şirket Çarpanları Analizi****Yurtiçi Çarpan Analizi**

Değerleme kapsamında Yurtiçi benzer şirketler analizinde Şirket ile faaliyet alanı benzer olan şirketlerin çarpanları kullanılmış olup, FD/FAVÖK Çarpanı ortalaması 8,2x olarak hesaplanmıştır. Şirketlerin PD/Net kar çarpanı ortalaması 10,8x olup, Yurt içi şirketlerin PD/Net kar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı analizi sonucunda Şirket için hesaplanan piyasa değeri 839.961.675 TL'dir.

Şirket	Piyasa Değeri(mn TL)	Ana ortaklık Net Kar	PD/Net kar	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK(mn TL)	FD/FAVÖK
ENKA	50.359	6.348	7,9	24778	3309	7,5
TEKFEN	5.472	296	18,5	4611	851	5,4
ALARKO	4.037	476	8,5	4004	506	7,9
ANEL	556	177	-	952	-113	-
ORGE	478	56	8,5	458	58	7,9
BIST İnşaat Endeksi	-	-	8,9	-	-	9,1
BIST Yıldız Pazar	-	-	12,3	-	-	8,6
<b>Ortalama</b>			<b>10,8</b>			<b>8,2</b>

TL	Değer
Ana Ortaklık Net Kar	81.500.121
Yurtiçi Benzer Şirketler PD/Net Kar Çarpanı	10,8x
Hesaplanan Piyasa Değeri	878.459.871

TL	Değer
FAVÖK	106.284.820
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK ortalama	8,2x
Hesaplanan Firma Değeri	871.783.230
Net Finansal Borç	70.319.751
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>801.463.479</b>

Yurtiçi çarpan analizinde şirketlerin PD/Net kar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı analizi sonucu bulunan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiştir. Böylece Şirket için hesaplanan nihai piyasa değeri 839.961.675 TL olarak hesaplanmıştır.

#### Yurtdışı Çarpan Analizi

Değerleme kapsamında Yurtdışı benzer şirketler Analizinde Şirket ile faaliyet alanı benzer olan şirketlerin çarpanları kullanılmış olup, FD/FAVÖK Çarpanı ortalaması 10,9x olarak hesaplanmıştır.Şirketlerin PD/Net kar çarpanı ortalaması 11,5x olup ,Yurtdışı şirketlerin PD/Net kar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı analizi sonucunda Şirket için hesaplanan piyasa değeri 1.011.843.105 TL'dir.

TL	Değer
Ana Ortaklık Net Kar	81.500.121
Yurtdışı Benzer Şirketlerin PD/Net kar çarpanı	11,5x
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>933.467.953</b>
FAVÖK	106.284.820
Yurtdışı Benzer Şirketlerin PD/FAVÖK Çarpanı	10,9x
Hesaplanan Firma Değeri	1.160.538.008
Net Finansal Borç	70.319.751
<b>Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.090.218.257</b>

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>Yurtdışı Benzer Şirketler ile hesaplanan Değer</b>		<b>1.011.843.105</b>

Yurtdışı çarpan analizinde şirketlerin PD/Net kar çarpanı ve FD/FAVÖK çarpanı analizi sonucu bulunan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiştir. Böylece Şirket için hesaplanan nihai piyasa değeri 1.011.843.105 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurtiçi benzer şirketlerin çarpanlarıyla hesaplanan piyasa değerine %60, Yurtdışı benzer şirketlerin çarpanlarıyla hesaplanan piyasa değerine %40 ağırlık verilerek hesaplanan Şirket değeri 908.714.247 TL'dir. Bu değer üzerinden halka arz iskontosu uygulanarak %19,9 bulunan şirket piyasa değeri 728.000.000 olup hisse başı değer 9,10 TL olarak hesaplanmaktadır.

## DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Birleşim Mühendislik A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket'e, sektöre ve Şirket'in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in değerlemesinde, hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç ve Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarına eşit ağırlık verilerek yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre ayrı piyasa değerleri hesaplanmıştır. Yurtiçi benzer şirketlere %60, yurtdışı benzer şirketlere %40 ağırlık verilerek çarpan analizi sonucunda 908,7 mn TL şirket değeri bulunmuştur. Söz konusu ağırlıklandırmanın uygun olduğu görüşündeyiz.
- İNA yöntemi ile şirket değeri hesaplanmış (900,1 mn TL) ancak fiyat hesabında dikkate alınmamıştır.
- Şirket için QNB Finans Yatırım tarafından Piyasa Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi birim hisse fiyatı 11,36 TL'dir.
- Hesaplanan birim pay değeri üzerinden %19,9 halka arz iskontosu uygulanmış olmasını ve 9,10 TL halka arz fiyatını makul buluyoruz.

**EK: Özet Mali Tablolar – Bilanço**

VARLIKLAR	Dipnot	Bağımsız	Bağımsız
		Denetimden Geçmiş	Denetimden Geçmiş
		31 Mart 2021	31 Aralık 2020
<b>Dönen Varlıklar</b>		<b>514.300.149</b>	<b>506.500.324</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	5	48.578.822	49.062.023
Ticari Alacaklar	6	250.272.907	166.894.713
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	4, 6	7.912.822	16.180.501
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	6	242.360.085	150.714.212
Diğer Alacaklar	8	55.655.240	122.232.659
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	4, 8	54.345.727	111.327.919
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	8	1.309.513	10.904.740
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	7	27.246.553	17.849.463
-Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Varlıkları	7	27.246.553	17.849.463
Stoklar	9	60.503.385	58.864.003
Peşin Ödenmiş Giderler	10	3.986.847	3.633.181
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	28	8.232.180	4.326.317
Diğer Dönen Varlıklar	20	45.188.019	45.175.402
<b>ARA TOPLAM</b>		<b>499.663.953</b>	<b>468.037.761</b>
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	29	14.636.196	38.462.563
<b>Duran Varlıklar</b>		<b>73.341.235</b>	<b>17.329.570</b>
Maddi Duran Varlıklar	13	71.259.286	13.773.426
Kullanım Hakkı Varlıkları	14	1.181.256	2.449.611
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16	825.929	922.793
Peşin Ödenmiş Giderler	10	3.021	125.997
Diğer Duran Varlıklar	20	71.743	57.743
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>		<b>587.641.384</b>	<b>523.829.894</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	Dipnot	Bağımsız	Bağımsız
		Denetimden Geçmiş 31 Mart 2021	Denetimden Geçmiş 31 Aralık 2020
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>		<b>390.018.159</b>	<b>365.065.676</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	12	111.037.727	104.702.477
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	12	3.471.675	1.195.357
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	11	1.502.452	2.346.698
Ticari Borçlar	6	148.983.219	139.804.006
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4, 6	12.492.334	4.158.947
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	6	136.490.885	135.645.059
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kısımında Borçlar	19	3.241.963	2.204.764
Diğer Borçlar	8	-	30.733.541
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	8	-	30.733.541
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	7	15.085.597	12.613.288
-Devam Eden İnşaat ve Taahhüt İşlerinden Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	7	15.085.597	12.613.288
Ertelenmiş Gelirler	10	91.925.174	56.983.962
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	10	91.925.174	56.983.962
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	28	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	17	5.973.766	7.542.433
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	17,19	1.787.208	1.587.127
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	17	4.186.558	5.955.306
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20	8.796.586	6.939.150
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>		<b>17.167.642</b>	<b>9.070.965</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12	2.886.719	164.186
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	11	-	671.135
Uzun Vadeli Karşılıklar	19	4.299.186	4.689.237
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	19	4.299.186	4.689.237
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	28	9.981.737	3.546.407
<b>Özkaynaklar</b>		<b>180.455.583</b>	<b>149.693.253</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>		<b>180.455.583</b>	<b>149.693.253</b>
Ödenmiş Sermaye	21	80.000.000	11.100.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları		-	2.971
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	21	(4.594.787)	(4.594.787)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler		1.464.753	1.041.273
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)		1.464.753	1.041.273
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	21	5.368.927	5.368.927
Geçmiş Yıllar Karlar		67.877.841	77.052.337
Net Dönem Kar		30.338.849	59.722.532
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>		<b>587.641.384</b>	<b>523.829.894</b>

Kaynak:Bağımsız Denetim Raporu

## Özet Mali Tablolar – Gelir Tabloları

	Dipnot	Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak- 31 Mart 2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş 1 Ocak- 31 Mart 2020
<b>KAR VEYA ZARAR KISMI</b>			
Hasılat	22	139.436.825	115.064.524
Satışların Maliyeti (-)	22	(98.656.540)	(98.379.068)
<b>Brüt Kar</b>		<b>40.780.285</b>	<b>16.685.456</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	23	(5.457.158)	(5.330.473)
Pazarlama Giderleri (-)	23	(45.786)	(65.536)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	25	14.565.156	4.014.544
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	25	(13.982.793)	(5.628.705)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>		<b>35.859.704</b>	<b>9.675.286</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	26	5.493.351	3.668.747
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>		<b>41.353.055</b>	<b>13.344.033</b>
Finansman Gelirleri	27	4.316.454	65.494
Finansman Giderleri (-)	27	(6.929.360)	(3.657.909)
<b>Vergi Öncesi Karı</b>		<b>38.740.149</b>	<b>9.751.618</b>
<b>Vergi Gelir / (Gideri)</b>		<b>(8.401.300)</b>	<b>(1.308.327)</b>
Dönem Vergi Gideri (-)	28	(2.071.840)	-
Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	28	(6.329.460)	(1.308.327)
<b>DÖNEM KARI</b>		<b>30.338.849</b>	<b>8.443.291</b>
<b>Dönem Karının Dağılımı</b>			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	(117.969)
Ana Ortaklık Payları		30.338.849	8.561.260
<b>Pay Başına Kazanç</b>	<b>31</b>	<b>0,38</b>	<b>0,11</b>
<b>DİĞER KAPSAMLI GELİRLER:</b>			
Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar			
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları ve Kayıpları	19	529.350	(1.187.870)
- Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	28	(105.870)	237.574
<b>DİĞER KAPSAMLI GELİR</b>		<b>423.480</b>	<b>(950.296)</b>
<b>TOPLAM KAPSAMLI GELİR</b>		<b>30.762.329</b>	<b>7.492.995</b>
<b>Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı</b>			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		-	(117.969)
Ana Ortaklık Payları		30.762.329	7.610.964

Kaynak:Bağımsız Denetim Raporu

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.