

## Yükselen Çelik A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") tarafından Yükselen Çelik A.Ş. ("Yükselen Çelik") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### 1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	7-8 Kasım 2019
Halka Arz Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı– Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	30,500,000 TL
Halka Açıklık Oranı	%29.58
Halka Arz Fiyatı	5.40 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Paylar	12,810,000 TL nominal değerli pay (Sermaye Artırımı)
Halka Arz Büyüklüğü	69,174,000 TL

Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Yüksel Göktürk	A	8,845,000	29.0%	8,845,000	20.4%
	B	5,490,000	18.0%	5,490,000	12.7%
Barış Göktürk	A	7,320,000	24.0%	7,320,000	16.9%
	B	1,830,000	6.0%	1,830,000	4.2%
Burak Göktürk	A	305,000	1.0%	305,000	0.7%
	B	5,795,000	19.0%	5,795,000	13.4%
Ferhan Göktürk	A	305,000	1.0%	305,000	0.7%
	B	610,000	2.0%	610,000	1.4%
Halka Açık		-	0.0%	12,810,000	29.6%
<b>Toplam</b>		<b>30,500,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>43,310,000</b>	<b>100.0%</b>

A grubu payların Genel Kurul toplantılarında oy hakkı imtiyazı, tasfiye kararı alınmasında ve tasfiye memurlarının seçiminde imtiyazları vardır. (B) grubu paylara ise özel bir hak veya imtiyaz tanınmamıştır. (A) grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 15 (Onbeş) oy hakkı, (B) grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 oy hakkı vardır.

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

İhraççı, 20 Mart 1989 tarihinde İstanbul Ticaret Sicil Memurluğu Müdürlüğü nezdinde “Yükselen Çelik Ticaret Ltd. Şti” ünvanı ile kurulmuştur. 2013 yılında Şirket’in pay piyasalarına dahil olabilmesi adına nevi değişikliği yapılarak ünvanı “Yükselen Çelik A.Ş.” olarak değiştirilmiştir.

Şirket’in esas faaliyet konusu makine, otomotiv, kalıp, demir çelik, gemi, savunma sanayi ve demiryolu endüstrileri başta olmak üzere imalat sanayilerinde kullanılmak üzere karbon, imalat, yapı, alaşımlı ve alaşımsız, takım, paslanmaz, vasıflı ve vasıfsız her türlü demir çelik ürünlerinin ithalatını, ihracatını, mekanik işlemlerini, yurtiçi alım ve satımını yapmak ve çelik servis merkezi hizmeti vermektir.

Şirket’in merkezi adresi Esenyurt/İstanbul’dur. 30 Haziran 2019 itibarıyla Şirket bünyesinde çalışan sayısı 36 kişidir.

Yükselen Çelik, vasıflı çelik ana başlığı altında Soğuk İş Takım Çeliği, Sıcak İş Takım Çeliği, Plastik Kalıp Çeliği, diğer Takım Çelikleri, Alaşımlı Çelik, Islah Çeliği, Sementasyon Çeliği, Karbon Çeliği ve benzeri diğer vasıflı çelik gruplarında faaliyet göstermektedir. Kendi tasarımı olan ve kendi markasıyla tedarikçilerinde fason üretilen stoklarda yer alan hammaddelerin %60’ı Yükselen Çelik’in belirlediği ve kendi patenti olan Şartnamelere uygun olarak üretilir ve alınır.

Yükselen Çelik’in ticaretini yaptığı ürünler üç ana başlıkta ve katma değeri artan sırayla, karbon çelikleri, alaşımlı çelikler ve takım çelikleri olarak gruplandırılır. Şirket bu ürünlerin direkt ticaretini yapabildiği gibi, çelik servis merkezi hizmeti (dik kesim, yatay kesim, dilme, şekil verme, ebatlandırma, delme, içini çıkartma, yüzey işleme, mekanik işleme ve benzeri işlemler) vererek de işlenmiş ürünlerin satışını yapmaktadır.

### Üretim Tesisleri:

#### Merkez (İstanbul Avrupa)

Kullanım Alanı: 3,200 m2 Fabrika, 1,000 m2 İdari ofisler ve 2,000 m2 Açık alan

Çalışan Sayısı: 32

Faaliyet Alanı: Yarı Mamul Üretim ve Depolama Tesisleri

#### Ege Şubesi (İzmir)

Kullanım Alanı: 700 m2 Fabrika ve 200m2 İdari Ofis

Çalışan Sayısı: 4

Faaliyet Alanı: Yarı Mamul Üretim ve Depolama Tesisleri

#### Dudullu Satış Ofisi

Kullanım Alanı: 100 m2 İdari Ofis

Çalışan Sayısı: 3

Faaliyet Alanı: İstanbul Anadolu Yakası ve Kocaeli Temsilcilik Satış Ofisi

**İstanbul Tuzla OSB**

Kullanım Alanı: 10,000 m2

Kapalı Alan: 7,700 m2

Faaliyet Alanı: Gayri Faal, Fabrika, Depo ve İdari Bina (Yatırım Amaçlıdır)

**Satışlar**

Şirket, 2018 yılsonu itibarıyla ürünlerini **19 farklı sektörde 716 aktif müşteriye** satmaktadır. Ağırlıklı olarak satışlar doğrudan müşterilere yapılmakta olup, lokasyon ve sipariş miktarına göre bayiler üzerinden de satış yapılmaktadır. Şirket'in Ankara, Kocaeli, İzmir, Bursa, Eskişehir, Konya, Tekirdağ, Kayseri ve Samsun illerinde bulunan 9 adet anlaşmalı bayisi vardır.

31.12.2018 itibarıyla ilk 10 müşteri, toplam satış cirosunun %30'unu, ilk 20 müşteri ise toplam satış cirosunun %43'ünü oluşturmaktadır.

Şirket ağırlıklı olarak faaliyetlerini yurtiçinde sürdürmektedir. 2018 yılında Satışların %99,2'si Yurtiçi Satışlardan elde edilmiştir.

**Karlılık Oran Analizi**

Fiyat Tespit Raporuna göre, Şirket'in kar marjları yıllar itibarıyla dalgalı hareket etmiştir.

Şirket'in son üç yıl ortalama brüt kar marjı %24 (2018: 32%, 2017: 21%, 2016: 17%)

Şirket'in son üç yıl ortalama net kar marjı %7 (2018: 20%, 2017: 10%, 2016: -7%). Şirket'in 2016 yılında net zarar ettiği de görülmektedir.

### 3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Çarpan Analizi" yöntemleri kullanılmıştır. Yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler içerisinde dikkate alınmayan bir hesap olan yatırım amaçlı gayrimenkullerde, şirkete ait üzerinde herhangi bir şekilde faaliyet yürütülmemekte olan 23.07.2019 tarihli bağımsız gayrimenkul değerlendirme raporuna göre 27.465.000 TL Pazar değeri olan Tuzla'da bir gayrimenkul bulunmaktadır. Bahsi geçen gayrimenkul, şirketin 2014 yılında Ramateks Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. 'i satın alması sırasında şirket bünyesine dahil olmuş, şirket tarafından buradaki ekipman ve stok satıldıktan sonra atıl durumda kalmıştır. Bahsi geçen gayrimenkul hem Çarpan Analizi hem de İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde firma değerinden özsermaye değerine geçiş hesaplamasında %30'luk iskonto ile nakit benzeri olarak değerlendirilmiş ve değerlemeye eklenmiştir.

#### Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde BIST Metal Ana Endeksi'nde (XMANA) yer alan, şirket ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketler ve yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK (Firma Değeri/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır.
- XMANA'da yer alan şirketlerden Yükselen Çelik ile benzer olduklarına kanaat getirilen Borusan Mannesmann, Burçelik, Çelik Halat, Demisaş Döküm, Döktaş Dökümcülük, Erbosan, Sarkusyan ve Tuğçelik hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Yurtiçi çarpanlarda kullanılan benzer şirket çarpanları için son 12 aylık dönem baz alınmıştır.
- Yurtdışı çarpan analizinde, Yükselen Çelik'in içinde bulunduğu sektör dikkate alınarak bir çoğu çelik üreticisi olan Voetalpine AG, Allegheny Technologies Inc., Daye Special Steel Co., Baoshan Iron & Steel Co. Ltd, Sandvik AB, Schmolz+Bickenbach AG, Bharat Forge LTD, Jindal Saw Lfd, Ramkrishna Forgings, MM Forgings, Welspun Corp. Ltd, Nemak Sab De CV, Jindal Stainless LTD, Tubacex SA şirketlerinin çarpanları kullanılmıştır.
- Yurtdışı çarpanlarda kullanılan benzer şirket çarpanları için hem son 12 aylık dönem hem de 2019 beklentileri baz alınmış ve ikisinin ortalaması yurtdışı çarpan analizi için kullanılmıştır.
- Yapılan çalışmalar sonucu yurtiçi ve yurtdışı çarpanlar üzerinden hesaplanan değerlerin ortalaması alınarak öz sermaye değeri hesaplamasında kullanılmıştır.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Yükselen Çelik yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2019-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışların projeksiyonunda toplam 37 stok kodundan oluşan ürünlerin her birinin 2019-2028 dönemi boyunca miktarsal büyüme beklentileri Yükselen Çelik'in öngörülleri doğrultusunda belirlenmiştir. TL birim fiyatlar ise Gedik Yatırım yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır. 11 ana ürün belirtilmiş ve 26 ayrı stok kodlu diğer ürünler gruplandırılmıştır.
- Satılan malın maliyetleri projeksiyonunda da ürünler 11 ana ürün ve diğer kalemler olmak üzere 12'ye bölünmüştür. Maliyetlerin projeksiyonu TL olarak yapılmıştır ve enflasyona endekslidir.
- Her bir ürün grubu için 2018 yılı brüt kar marjı döviz kuru etkisinden arındırılarak normalize edilmiş ve projeksiyon dönemi boyunca normalize brüt kar marjı kullanılmıştır. Bu hesaplama için her bir ürünün brüt kar marjı %13 oranında azaltılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca 12 ana ürün için diğer kalemi de dahil olmak üzere brüt kar marjı 2020-2023 yılları arasında %0.3 oranında artırılmış kalan yıllarda sabit tutulmuştur. Ayrıca gelir tablosu özet projeksiyonlarındaki brüt kar marjındaki değişim her bir ürünün brüt kar marjının farklı olmasından ve satış miktarındaki değişimlerden kaynaklandığının altı çizilmiştir.
- Faaliyet giderlerinin projeksiyonu için geçmiş yıllardaki faaliyet giderleri / satışlar oranına bakılıp, %5.6 seviyesinde istikrarlı olabileceği Yükselen Çelik ile görüşülüp belirlenmiştir.

- Net işletme sermayesi projeksiyonunda şirketin son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incenmiş ve kullanılmıştır.
- Yatırım Harcamaları hesabı için şirketin halka arz sonrası 20 milyon TL'lik yatırım harcaması öngörüsü göz önünde bulundurulmuştur. Bakım onarım yatırımları olarak her yıl için 1 milyon TL harcama hesaba katılmış ve bu tutar enflasyon nispetinde artırılmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olarak yapılan hesap sonrası %18.61 oranı kullanılmıştır.

### Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)

Çarpan Analizi (TL)	Yurtdışı Son 12 Ay	Yurtdışı 2019	Yurtiçi Son 12 Ay
Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı (x)	6.74	6.62	6.75
Yükselen Çelik			
FAVÖK	35,199,662	36,392,129	35,199,662
Firma Değeri	237,142,206	240,792,342	237,690,297
Net Borç Pozisyonu	43,959,820	43,959,820	43,959,820
Özsermaye Değeri	193,182,386	196,832,522	193,730,477
Gayrimenkul Değeri (%30 iskonto ile)	19,225,500	19,225,500	19,225,500
Gayrimenkul Dahil Değer	212,407,886	216,058,022	212,955,977
Yurtdışı Ortalama	214,232,954	50%	
Yurtiçi Ortalama	212,955,977	50%	
Özsermaye Değeri	213,594,465		

### Değerleme Sonuçları (TL)

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Başına Değer
İNA	50%	248,101,082	8.13
Çarpanlar	50%	213,594,465	7.00
Sonuç		230,847,774	7.57

### Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)

Halka Arz Öncesi Sermaye Değeri	230,847,774
Halka Arz İskontosu	28.65%
Halka Arz Öncesi İskontolu Sermaye Değeri*	164,700,000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30,500,000
Halka Arz Pay Başına Değer	5.40
Sermaye Artırım Oranı	42.00%
Halka Arz Büyüklüğü	69,174,000
Halka Arz Sonrası Sermaye Değeri	233,874,000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	43,310,000
Halka Açıklık Oranı	29.58%

\* Gedik Yatırım tarafından aşağı yönlü yuvarlama yapılmıştır.

#### 4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı, değerlendirme sonucuna göre %28.65 oranında iskontoludur ve halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Şirketin hem çarpan analizinde hem de İndirgenmiş Nakit Akımı analizinde, Tuzla'daki atıl arazi bağımsız gayrimenkul değerlendirme raporundaki değerine %30 iskonto uygulanarak net nakit gibi eklenmiştir. Mevcut piyasa koşullarında gayrimenkulün likide edilmesi zaman alabilir.
- İndirgenmiş Nakit Akımı analizinde kullanılan hacim verilerinin detaylı bir şekilde paylaşılması değerlemenin şeffaflığına katkı sağlayabilir.
- Şirketin çarpan analizinde kullanılan şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları arasında ciddi farklılıklar gözlemlenmektedir. Daha fazla operasyonel olarak benzerlik gösteren bir grup oluşturulması veya uç değerlerin ortalamaya katılmaması daha sağlıklı sonuçların elde edilmesine neden olabilir.
- Şirketin yurtdışı çarpan analizinde, değerlemeye baz oluşturan şirket değerlendirme çarpanlarının Türkiye piyasalarında son dönemlerde görülen oynaklıktan ötürü iskonto edilmesi daha sağlıklı sonuçlara ulaşılmasına neden olabilir.

Şirketin İNA analizinde bulunan firma değerinin yaklaşık %70'e yakını 2028 yılı ve sonrası için hesaplanan uç değerden gelmektedir. Bu nedenle şirkette uzun vadede beklenen büyümeye ilişkin daha detaylı analiz bilgileri değerlemenin şeffaflığına katkı sağlayabilir.

## UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.