

Yükselen Çelik A.Ş.

4 Kasım 2019

Yükselen Çelik Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Talep Toplama Tarihi	7-8 Kasım 2019
Mevcut Ödenmiş Sermaye	30.500.000 TL
Halka Arz Oranı	42%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (nominal Değer)	12.810.000 TL
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca satmama ve bedelli sermaye artırımını yapmama
Fiyat	5.40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69.174.000 TL

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	Grubu	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
		Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Yüksel GÖKTÜRK	A	29,0	8.845.000	20,4	8.845.000
	B	18,0	5.490.000	12,7	5.490.000
Barış GÖKTÜRK	A	24,0	7.320.000	16,9	7.320.000
	B	6,0	1.830.000	4,2	1.830.000
Burak GÖKTÜRK	A	1,0	305.000	0,7	305.000
	B	19,0	5.795.000	13,4	5.795.000
Ferhan GÖKTÜRK	A	1,0	305.000	0,7	305.000
	B	2,0	610.000	1,4	610.000
Halka Açık		-	-	29,6	12.810.000
TOPLAM		100,00	30.500.000	100,00	43.310.000

Kaynak: Gedik Yatırım

Şirketin çıkarılmış sermayesi 30.500.000TL olup, 16.775.000TL nominal değerli paylar A grubu, 13.725.000TL nominal değerli paylar B grubudur. A grubu payların Genel Kurul toplantılarında oy hakkı imtiyazı, tasfiye kararı alınmasında ve tasfiye memurlarının seçiminde imtiyazları vardır. B grubu paylara ise özel bir imtiyaz tanınmamıştır. A grubu paylar için her bir paya 15 oy hakkı, B grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 oy hakkı bulunmaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

Yükselen Çelik A.Ş. ("Şirket"), 1989 yılında kurulmuş olup şirketin ana faaliyet konusu makina, kalıp, demir çelik, gemi, savunma sanayii ve demiryolu endüstrileri başta olmak üzere imalat sanayinde kullanılmak üzere karbon, imalat, yapı, alaşımlı ve alaşımsız, takım, paslanmaz, vasıflı ve vasıfsız her türlü demir çelik ürünlerinin ithalatını ve ihracatını, mekanik işlemlerini, yurtiçi alım ve satımını yapmak ve çelik servis hizmeti vermektir.

Şirketin merkez ofisi Osmangazi Mahallesi 2647. sokak No:34/1 Esenyurt / İSTANUL'dur. Şirketin ayrıca Ümraniye/İstanbul ve Çiğli/İzmir'de irtibat ofisleri bulunmaktadır. 30 Haziran itibarı ile şirketin bünyesinde çalışan personel sayısı 36 kişidir (31 Aralık 2018: 34 kişi, 31 Aralık 2017: 33 kişi)

İşletmenin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında Bilgi

"Vasıflı Çelik Sektörü" demir çelik sektörünün alt segmentlerinden biri olup, diğer demir çelik ürünlerine nazaran katma değeri daha yüksek ve karlılığı daha fazla olan ürün gruplarından oluşan niş bir sektördür. Vasıflı Çelik yüksek Karbon (C), Krom (CR), Nikel (Ni), Mobilden (Mo), Vanadyum (V) veya benzeri metal cevherlerinin demir cevheri ile birleşmiş halidir. Vasıflı Çelik uzun mamuller kendi içlerinde kimyasal açıdan üç ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar karbon çelikleri, alaşımlı çelikler ve takım çelikleridir. Bu segmentlerin onlarca alt kırılımı mevcuttur ve yüzlerce farklı kompozisyon ve üretim şekli mevcuttur.

Vasıflı Çelik sektöründe markalaşma ve ürün geliştirme oldukça önemlidir. Vasıflı Çelik Tedarikçileri kendi geliştirdikleri kimyasal kompozisyon ve teknik şartnamedeki ürünleri yurtiçinde imalat sanayilerine tedarik ederler. Bu ürünlerin bir çoğunun muadili bulunmadığından rekabete kısmen kapalı bir sektördür. Şirketler hem verdikleri hizmetle hem de mühendislik hizmetleri sonucunda sattıkları üründen elde ettikleri imalat performansı ile rekabet ederler. Bu bağlamda fiyat hareketlerinden diğer demir çelik gruplarına nazaran daha az etkilenirler. Bu nedenler vasıflı çelik sektörü diğer demir çelik gruplarına nazaran daha az stok değer kaybı ve fiyat değişimi riskine sahiptir.

Şirketin faaliyetleri ve içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

- İhraççı farklı ülkelerden hammadde tedarik etmekle birlikte, sattığı ürünlerin tedariki ağırlıklı olarak döviz cinsinden belirlenen fiyatlar üzerinden gerçekleşmektedir. İthalata konu olan hammaddelerin fiyatlarında görülebilecek sert dalgalanmalar şirketin satın alma maliyetlerini ve finansman yükünü arttırabilir.
- Şirketin tedarikçilerinin şirkete tedarik ettikleri hammaddeleri azaltmaları durumunda, şirket hammadde temini ve müşterilere ürün tedariki konusunda sıkıntı çekebilir. Bu durum ihraççının ticari faaliyetlerinde aksamalara neden olabilir.
- Döviz kurlarında yaşanabilecek olan ani ve sert hareketler şirketin karlılığını ve sektörün performansını olumsuz etkileyebilir.
- Mevcut banka kredilerinde şahsi kefalet vermiş olan ortakların kefaletini kaldırması durumunda şirketin kredibilitesi azalabilir.
- Türkiye ekonomisinde ve ağırlıklı olarak satış yapılan sektörlerde yaşanabilecek olan daralmalar sektörün finansal performansını olumsuz etkileyebilir
- Çelik fiyatlarında dalgalanma, sektör performansını olumsuz etkileyebilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

- Halka arz gelirinin %30'u ile yatırım finansmanı ve makine alımları;** Şirketin üretim kapasitesinin artırılması, üretimde verimliliğin artırılması ve hizmet kalitesinin geliştirilmesi için halka arz gelirinin %30'u ile makine ekipman, teçhizat, demirbaş alımları gibi yatırım amacıyla kullanılması planlanmaktadır.
- Halka arz gelirinin %40'ı ile işletme sermayesi güçlendirmesi;** Şirketin üretim ve satış hacminin artmasına bağlı olarak, öncelikle stok finansmanı, satış finansmanı ve hammadde tedariği alanlarında ve buna ek olarak işletme sermayesi ihtiyacı bulunan alanlarda kullanılması planlanmaktadır.
- Halka arz gelirinin %30'ı ile finansal borçların ödenmesi;** Şirket kısa ve orta vadeli banka borçları başta olmak üzere ihtiyaç duyulan her türlü finansal borçların ödenmesi amacıyla kullanılması planlanmaktadır. (Kaynak: İzahname)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Yükselen Çelik A.Ş.'nin sermaye arttırımı yolu ile halka arzı için, Gedik Yatırım tarafından hazırlanan 17 Ekim 2019 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

1) Çarpan Analizi

2) İndirgenmiş Nakit Akımları Çarpan Analizi yöntemi eşit ağırlıklandırılarak şirket değeri belirlenmiştir.

Yükselen Çelik'in gayrimenkul üzerinde bir faaliyet göstermemesine rağmen, Tuzla'da yatırım amaçlı tutulan gayrimenkulü bulunmaktadır. Gayrimenkul, Yükselen Çelik'in 2014 yılında Ramateks'i satın alması esnasında Ramateks'in üretim faaliyetleri için kullanılan araziden oluşmaktadır. Yükselen Çelik buradaki ekipman ve stoğu satın kendi bünyesine dahil ettikten sonra gayrimenkul atıl durumda kalmıştır ve bu gayrimenkulü yatırım amaçlı tutmaktadır. 23.07.2019 tarihli bağımsız gayrimenkul değerlendirme raporuna göre, taşınmazın pazar değeri 26.465.000 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu gayrimenkule ait pazar değeri hem indirgenmiş nakit akımı yöntemi hem de çarpan analizi yönteminde firma değerinden özsermaye değerine geçiş hesaplamasında %30'luk iskonto ile nakit benzeri olarak değerlendirilmiştir.

1) Çarpan Analizi

Çarpan Analizinde BIST Metal Ana Endeksi'nde (XMANA) yer alan ve şirket ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketlerin ve yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK (Firma Değeri / FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde özsermaye değeri tespitinde yurtiçi çarpan analizi ve yurtdışı çarpan analizi eşit ağırlanılarak kullanılmıştır.

Yurtiçi Çarpan Analizi

Yurtiçi çarpan analizinde benzer şirketlerin seçiminde, Yükselen Çelik'in ana iş kolu olan katma değerli ürün üretme kapasitesi ve ürünlerin satış pazarlamasına ilişkin çeşitlilik baz alınarak, BIST Metal Ana Endeksi'nde (XMANA) yer alan, şirket ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketler (Borusan Mannesmann, Burçelik, Çelik Halat, Demisaş Döküm, Döktaş Dökümcülük, Erbosan, Sarkuysan ve Tuğçelik) seçilmiştir. Bu kriterlere uymayan emtia tarzı ürünler üreten, anlamlı veri elde edilemeyen ve belirli sektörlere yüksek bağımlılığı olan bazı XMANA şirketleri analiz dışında bırakılmıştır.

Yurtiçi benzer şirketler çarpan değeri hesaplamasında şirketlerin toplam firma değerinin toplam FAVÖK'e bölünerek bulunan değer kullanılmıştır. Ayrıca çarpanın hesaplanmasında kullanılan benzer şirketlerin çarpanlarının hesaplanması için son 12 aylık FAVÖK değeri kullanılmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Değerleri (mn TL)				
Ad	Kod	Firma Değeri	FAVÖK*	FD/FAVÖK
Borusan Mannesman	BRSAN	3,065	578	5.30
Burçelik	BURCE	67	7	9.19
Çelik Halat	CELHA	135	33	4.07
Demisaş Döküm	DMSAS	192	61	3.15
Döktaş Dökümcülük	DOKTA	2,765	214	12.94
Erbosan	ERBOS	291	80	3.64
Sarkuysan	SARKY	1,555	221	7.03
Tuğçelik	TUCLK	145	22	6.71
Benzer Şirketler Ortalaması		1,027	152	6.75

Kaynak: Gedik Yatırım, *Son 12 Ay

Yurtdışı Çarpan Analizi

Yurtdışı çarpan analizinde benzer şirketlerin seçiminde, Yükselen Çelik'in içinde bulunduğu sektör dikkate alınarak Bloomberg terminalinden benzer şirketler seçimi yapılmıştır. Yurtdışı benzer şirketlerin bir çoğu çelik üreticisi olup, Yükselen Çelik'in ana sektörünün çelik sanayi olması nedeniyle çalışmaya dahil edilmiştir.

Ayrıca yurtdışı benzer şirketlerin çarpan hesaplanmasında kullanılan benzer şirketlerin çarpanlarının hesaplanması için son 12 aylık FAVÖK değeri ve 2019 yılı FAVÖK tahminleri eşit ağırlıklar ile kullanılmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri (mn TL)

Ad	Kod	Ülke	Fima Değeri	FAVÖK		FD/FAVÖK	
				Son 12 Ay	2019T	Son 12 Ay	2019T
Voestalpine AG	VOE AV	Avusturya	8,145	1,438	1,490	5.66	5.47
Allegheny Technologies Inc	ATI US	ABD	3,617	508	474	7.11	7.64
Citi Pacific Special Steel-a	000708 CH	Çin	5,480	802	877	6.83	6.25
Baoshan Iron & Steel Co-A	600019 CH	Çin	208,839	-	46,034	-	4.54
Sandvik AB	SAND SS	İsveç	190,600	22,969	23,780	8.30	8.02
Schmolz+Bickenbach AG-Reg	STLN SW	İsviçre	985	133	158	7.39	6.22
Bharat Forge LTD	BHFC IN	Hindistan	228,500	20,556	21,065	11.12	10.85
Jindal Saw LTD	JS AW IN	Hindistan	68,980	14,751	-	4.68	-
Ramkrishna Forgings LTD	RMKF IN	Hindistan	22,392	3,827	-	5.85	-
M.M. Forgings LTD	MMFG IN	Hindistan	13,444	1,798	-	7.48	-
Welspun Corp LTD	WLCO IN	Hindistan	33,536	6,879	7,130	4.87	4.70
Nemak Sab de CV	NEMAK MM	Meksika	50,883	12,986	12,260	3.92	4.15
Jindal Stainless LTD	JDSL IN	Hindistan	57,030	12,555	13,073	4.54	4.36
Tubacex SA	TUB SM	İspanya	670	68	63	9.83	10.59
Benzer Şirketler Ortalaması						6.74	6.62

Kaynak: Gedik Yatırım

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları:

Çarpan Analizi (mn TL)

	Yurtdışı son 12 ay	Yurtdışı 2019T	Yurtiçi son 12 ay
Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK	6.74	6.62	6.75
Yükselen Çelik FAVÖK	35.2	36.4	35.2
Firma Değeri	237.1	240.8	237.7
Net Borç Pozisyonu	44.0	44.0	44.0
Öz Sermaye Değeri	193.2	196.8	193.7
Gayrimenkul Değeri (%30 iskonto ile)	19.2	19.2	19.2
Gayrimenkul Dahil Değer	212.4	216.1	213.0
Yurt Dışı Ortalama	214.2	50%	
Yurtiçi Ortalama	213.0	50%	
Özsermaye Değeri	213.6	100%	
Pay Başına Özsermaye Değeri	7.00		

Kaynak: Gedik Yatırım

Çarpan Analizine göre yurtiçi ve yurtdışı özsermaye değerleri eşit ağırlandırılmış olup, hesaplanan piyasa değeri 213.594.465TL olup, 1 adet payın değeri ise 7.00TL olarak hesaplanmıştır.

2) İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Yöntemi

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 10 yıl olup, 2019-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirketin 2019-2028 yılları arasındaki projeksiyonunda miktarsal büyümeler Yükselen Çelik Yönetiminin öngörülerinden oluşurken, TL birim fiyatları ise Gedik Yatırım yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır. Böylece 2019-2028 yılları arasında konsolide net satış büyümesi %20 YBBO kabul edilmiştir.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz getiri oranı %16.0, hisse senedi pazarı risk primi %5.50 ve beta 1.00 kabul edilmiştir. Kurumlar vergisi mevcut yönetmeliklere göre 2019 ve 2020 yılları için %22, sonraki yıllar için %20 olarak alınmıştır. %21.50 sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti %20.00 ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) %18.61 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %6 olarak kabul edilmiştir.
- Yükselen Çelik’in halka arzından sonra 20mn TL’lik (2019:5mn TL, 2020:15mn TL) bir yatırım harcaması öngörülmüş olup, bakım onarım yatırımları olarak da her yıl 1mn TL öngörülüp bu tutar enflasyon oranında artırılmıştır.
- Net işletme sermayesi projeksiyonu için Yükselen Çelik’in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme günleri süreleri incelenmiştir. Projeksiyon dönemi için son 2 yıllık ortalamaları olan tahsilat süresi için 168 gün, ortalama stokta kalma süresi için 213 gün ve ortalama borç ödeme günü için 113 gün projekte edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	161.9	216.4	282.7	360.4	449.3	543.5	623.0	692.9	760.0	805.9
Satışların Maliyeti	-117.2	-156.9	-205.5	-262.4	-327.7	-397.6	-456.6	-508.4	-558.0	-592.1
Brüt Kar	44.7	59.5	77.3	98.0	121.7	145.9	166.4	184.5	202.0	213.8
Faaliyet Giderleri	-9.3	-12.5	-16.4	-20.9	-26.1	-31.5	-36.1	-40.2	-44.1	-46.9
Faaliyet Karı	35.4	47.0	60.9	77.1	95.6	114.4	130.2	144.3	157.8	166.9
Vergi Oranı	-22%	-22%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	27.6	36.6	48.7	61.7	76.5	91.5	104.2	115.4	126.3	133.6
+Amortisman	1.0	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
-Yatırım Harcaması	5.0	15.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
-İşletme Sermayesindeki Değişim	21.6	36.0	43.8	51.4	58.7	62.4	52.8	46.3	44.5	30.5
=Serbest Nakim Akımı	1.0	-11.9	6.5	11.8	19.2	30.5	52.9	70.6	83.2	104.5
Uç Değer										878.3
AOSM	9.38%	18.61%	18.61%	18.61%	18.61%	18.61%	18.61%	18.61%	18.61%	18.61%
Bugünkü Değer	0.9	-9.2	4.2	6.5	8.9	11.9	17.4	19.5	19.4	193.3
Terminal Büyüme	6.00%									
AOSM	18.61%									

İNA Özeti	
Fima Değeri	272.8
-Finansal Borç	44.1
+Nakit	0.2
+Gayrimenkul Değeri	19.2
Özsermaye Değeri	248.1
Pay Başına Özsermaye Değeri	8.13

Kaynak: Gedik Yatırım

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan sermaye değeri 248.101.082 TL olup, 1 adet payın değeri ise 8.13TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç

Gedik Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında İNA ve çarpan analizi eşit ağırlıklandırılmış olup, bu analizler sonucunda 230.847.774TL sermaye değerine ulaşılmış olup, %28.7 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz sonrasında 164.700.000TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı 5.40TL olarak hesaplanmıştır.

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Yükselen Çelik hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Yurtiçi çarpan analizinde kullanılan Döktaş Dökümcülük'ün halka açıklık oranının çok düşük olması nedeniyle şirket çarpanının hesaplamaya dahil edilmemesini daha uygun bulmaktayız. Ayrıca yurtiçi benzer şirketler çarpan değeri hesaplamasında şirketlerin toplam firma değerinin toplam FAVÖK'e bölünerek bulunan değer kullanılmıştır. Bunun yerine çarpan analizinde kullanılan şirketlerin çarpanlarının medyanının kullanılmasını daha makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş nakit akımlarının şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz.
- Gedik Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 5.40TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Öte yandan, değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlemesi açısından risk olarak sayabiliriz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Gedik Yatırım Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") lider aracı kurum olduğu Yükselen Çelik A.Ş. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.