

Erciyas elik Boru Sanayi A.Ş. Ve Özbal elik Boru Sanayi Ticaret Ve Taahhüt A.Ş. Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

19 Ekim 2017

İçindekiler

	Sayfa
1. Giriş	3
2. Çelik Boru Sektörü	5
3. Şirket Bilgileri	7
4. İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Analizi	11
5. Piyasa Çarpanları ve Borsa Analizi	25
6. Özkaynak Analizi	28
7. Birleşme ve Hisse Değişim Oranının Hesaplaması	29
8. Finansal Tablolar	31

Giriş

Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş. (Erciyas Çelik Boru) ve Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş. (Özbal Çelik Boru) Yönetim Kurulları'nın almış olduğu karar doğrultusunda, Özbal Çelik Boru'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Erciyas Çelik Boru tarafından devralınması suretiyle, Erciyas Çelik Boru bünyesinde birleşmesi işleminde, Invest AZ Yatırım Menkul Değerler (Invest AZ) olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) II.23.2 nolu Birleşme ve Bölünme tebliği kapsamında Uzman Kuruluş Raporumuzu hazırlamış bulunuyoruz.

Bu rapor, SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği 7. Maddesinde yer alan "Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi dikkate alınır" düzenlemesine istinaden, uluslararası kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanan birleşmeye esas değerlerin ışığında birleşme oranları ve hisse değişim oranları ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Raporun düzenlenme tarihinde Erciyas Çelik Boru'nun SPK mevzuatına uygun 30 Haziran 2017 tarihli finansalların açıklanmış olması ve birleşmeye esas bilançoların bu tarih itibarıyla olması sebebiyle, değerlendirme çalışmamızı bu tarihteki finansal durum üzerinden hazırlamış bulunmaktayız.

Bu raporda Invest AZ tarafından yapılan çalışmada genel kabul görmüş değerlendirme metodları kullanılmıştır. Şirketlerin özellikleri dikkate alındığında bulunan şirket makul değeri için değerlendirme yöntemi olarak gelir yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA), piyasa yaklaşımı kapsamında benzer şirketlerin çarpan analizi ve borsa değeri analizi ile varlık yaklaşımı kapsamında da özkaynak analizi yöntemlerine başvurulmuştur. Değerleme esnasında, Şirket'in yayınlanmış olan denetimden geçmiş finansal verilerinin yanında Şirket yöneticilerinden alınan veriler ve tahminler kullanılmıştır. Çalışma esnasında, şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uyduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

Invest AZ olarak, Özbal Çelik Boru'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Erciyas Çelik Boru tarafından devralınması suretiyle, Erciyas Çelik Boru bünyesinde birleşmesi ile ilgili olarak birleşme ve hisse değişim oranı hesaplamasında, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) uyarınca 3 farklı değerlendirme methodu incelenerek değer hesaplanmaya çalışılmıştır.

Buna karşılık, İndirgenmiş Nakit Akımları analizimizde Erciyas Çelik Boru için bulunan 323 mn TL'ye karşılık olarak Özbal Çelik Boru için bu analizimizden pozitif bir sonuç çıkmaması sonucunda birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasında bu yöntemden çıkan sonuç dikkate alınmamıştır. Bunun yanında Özkaynak analizine baktığımızda da yine Erciyas Çelik Boru için 269,6 mn TL olan özkaynakların, Özbal Çelik Boru tarafında negatif olması dolayısıyla hesaplamalarımızda bu yöntem de dikkate alınamamıştır. Dolayısıyla hesaplamalarımızda birleşmeye esas değerler olarak Erciyas Çelik Boru için piyasa çarpanları ve Özbal Çelik Boru için de borsa analizimizden çıkan sonuçlar olan Erciyas Çelik Boru için 305.004.776 TL ve Özbal Çelik Boru için bulunan 42.447.773 TL kullanılmıştır.

Birleşme Oranı hesaplanırken, Devralan Ortaklığın birleşmeye esas değerinin, Devralan Ortaklık ve Devralan Ortaklık birleşmeye esas değerlerinin toplam değerine bölümü ile bulunmaktadır. Buna göre 305 mın TL olan Erciyas Çelik Boru'nun değerinin, iki şirketin toplam değeri olan 347,5 mın TL'ye bölümü ile bulunan %87,78 oranı birleşme oranı olarak hesaplanmaktadır. Devralan ortaklığın ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesi ile bulunan 67.780.665 TL de birleşme sonrası sermaye olarak hesaplanmaktadır. Buna göre Erciyas Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 59.500.000 TL, birleşme sonrasında 8.280.665 TL artırılarak 67.780.665 TL'ye çıkarılacaktır. Artırılacak bu 8.280.665 TL sermayenin de Özbal Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 20.540.000 TL'ye bölünmesi ile bulunan 0,4031 da hisse değişim oranı olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birleşme ve hisse değişim oranının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II.23.2 nolu Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 7. maddesine istinaden adil ve makul olduğu görülmüştür.

Ayrıca Özbal Çelik Boru'nun esas sözleşmesi uyarınca bir kısım hisseler (A), bir kısım hisseler ise (B) grubu olarak ayrılmıştır. Beheri 1 TL nominal değerinde 7.900.000 adet (A) grubu hisse imtiyazlı hisse olup, şirketin 6 (altı) kişilik yönetim kurulunun 3 (üç) üyesi, (A) grubu pay sahiplerinin göstereceği adaylar arasından seçilmektedir. Erciyas Çelik Boru tarafından birleşme sebebiyle çıkarılacak A ve B grubu hisselerinin, Özbal Çelik Boru'nun A ve B grubu hisseleri ile aynı şartları taşıyacağı varsayımıyla, ve de A grubu hisselerinin tamamının hakim ortak Erciyas Holding bünyesinde yer aldığını düşündüğümüzde, değerleme çalışmamız sonucunda bulunmuş olduğumuz birleşme ve değişim oranlarının, A ve B grubu hisse payları için aynı şekilde uygulanmasının adil ve makul olduğu görülmüştür.

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişim Oranı		
Birleşme Oranı		87.78%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		67.780.665
Filen Arttırılacak Sermaye (TL)		8.280.665
Değişim Oranı		0.4031

Çelik Boru Sektörü

Çelik Boru İmalatçıları Derneği'nin (ÇEBİD) yayınlamış olduğu 2016 çelik boru sektör raporuna göre, dünya çelik boru üretiminin yaklaşık %70'i dikişli borulardan, kalanı ise dikişsiz borulardan oluşmaktadır. 2015 yılı istatistiklerine göre, dünya boru ve boru parçaları üretiminin yaklaşık %75'i Asya ülkelerinde yapılmaktadır. Bunun dışında, BDT ülkeleri ve Kuzey Amerika ülkeleri de boru ve boru bağlantı parçaları üretiminin en fazla yapıldığı bölgelerdir.

Çelik boru sektöründe talep, genel ekonomik koşullara bağlı olarak değişkenlik arz etmektedir. Genel olarak; altyapı yatırımlarının devam ettiği, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelere talebin daha fazla olduğu gözlemlenmektedir. Bunun haricinde; çelik boru ve profillerin yoğun olarak kullanıldığı inşaat sektörü, otomotiv sektörü, enerji sektörü ile mobilya ve makine sanayilerindeki gelişmeler çelik boru talebini doğrudan etkilemektedir.

Üretim yöntemlerine göre, Türkiye'de çelik boru üretimini dikişli ve dikişsiz boru olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Üretilen çelik boruların, tamamına yakını dikişli borular üretimi oluşturmaktadır. Dikişli Boru üretimi de Spiral ve Boyuna kaynaklı (dikişli) olarak iki sınıfa ayrılmaktadır, her iki ürün isim olarak birbirine benzemekle beraber, üretim teknikleri, kullanım yerleri, yatırım maliyetleri ve talep bakımından birbirinden tamamen ayrılmaktadır. Üreticilerin büyük bir çoğunluğu ya spiral kaynaklı ya da boyuna kaynaklı üretim yapmakta olup; bazı firmalar ise üretim yerleri ve hatları aynı olmak şartı ile her iki türde üretim de yapabilmek kapasitesine sahiptir. Ancak kullanım yerleri bakımından bunların birbirlerine alternatifleri bulunmadığından, birbirlerine ikame edilebilir ürünler değillerdir.

Türkiye çelik boru sektörü; üretim kapasitesi, bilgi ve tecrübe birikimi, teknoloji ve altyapısı ile her türlü çelik borunun üretimini gerçekleştirebilecek durumdadır. Otomobil sanayinde kullanılan hassas soğuk çekme borulardan, petrol sanayinde kullanılan kuyu borularına ve doğal gaz, petrol, enerji nakil hatlarında kullanılan büyük çaplı, yüksek özellikli borulara kadar her türlü boru üretiminde ve ihrac edilmektedir. 2016 yılı üretim rakamlarına göre, Türkiye'de üretilen çelik boruların yaklaşık %70'lik kısmını küçük ve orta çaplı borular, kalanını ise büyük çaplı borular oluşturmaktadır.

Türkiye çelik boru sektörü; üretim kapasitesi, ürün kalitesi ve maliyet yapısı itibarıyla ihracat kabiliyeti çok yüksek olan bir sektördür. Sektörde üretilen ürünlerin, küresel ekonomik konjonktüre ve talep koşullarına bağlı olarak, %30-35'i ihrac edilmektedir.

Çelik boru üretiminde kullanılan yassı çelik ürünlerinin yaklaşık %60'lık bölümü yurtiçindeki yassı çelik üreticilerinden, kalan kısmı ithalat yoluyla ağırlıklı olarak Ukrayna, Rusya ve Avrupa Birliği ülkelerinden tedarik edilmektedir. Sektörün iç piyasada ve ihracat pazarlarında fiyat rekabetini sürdürebilmesi, maliyet içerisinde önemli bir paya sahip olan hammaddenin uygun koşullarda temin edilemesiyle mümkün olabilmektedir.

Türkiye çelik boru üretimi, 2000'li yılların başında sektöre yapılan yatırımlarla önemli bir ivme kazanmıştır. 2000-2007 döneminde sürekli bir artış gösteren çelik boru üretimi, 2008 ve 2009 yıllarında küresel ekonomik kriz sebebiyle azalan bir seyr izlemişse de daha sonraki dönemlerde ekonomideki toparlanmaya paralel olarak artmaya devam etmiştir. 2010 yılına gelindiğinde Türkiye, 3,5 milyon tona yakın çelik boru üretimiyle Avrupa'nın en fazla dikişli çelik boru üreten ülkesi konumuna yükselmiştir. Türkiye'den sonra Avrupa'da en fazla çelik boru üreten ülkeler İtalya ve Almanya'dır. 2016 yılında 5,21 milyon ton üretim gerçekleştiren çelik boru sektörü Avrupa'nın en fazla dikişli çelik boru üreten ülkesi olma unvanını korumaktadır.

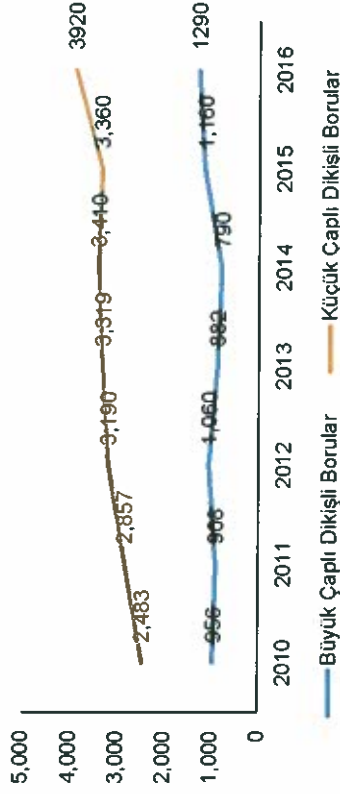
 INVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Hem devralan şirket olan Erciyes Çelik Boru, hem de devredilecek şirket Özbal Çelik Boru, sadece spiral kaynaklı ürün üretimi yapabilme kapasitesine sahip olup; boyuna kaynaklı üretim potansiyeli bulunmamaktadır. Türkiye'deki toplam dikişli çelik boru pazarında faaliyet gösteren firmaların toplam üretim kapasitesi söz konusu olduğunda tahmini olarak:

- Spiral Kaynaklı Çelik Boru üretim kapasitesinin 3 milyon Ton/Yıl,
- Boyuna Kaynaklı Çelik Boru üretim kapasitesinin 4 milyon Ton/Yıl olduğu söylenebilir.

Erciyes Çelik Boru ve Özbal Çelik boru daha çok doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu olmak üzere ana olarak 3 çeşit boru üretimini ve satışını gerçekleştirmektedir. Erciyes Çelik Boru, Özbal Çelik Boru ile birleşmesi sonrasında, büyüyen kapasitesi ile sektördeki payını daha da artıracak, birleşme sonrası lokasyon avantajını kullanabilecek, büyük projeleri tek başına yapma imkanı bulacak, yurtdışındaki bazı ihalelere diğer firmalar 2'li 3'lü katılırken bunlara tek başına katılabilecektir. 2018 yılından itibaren dünyada büyük çaplı projelerin hayata geçirilmeye başlamasının beklenmesi ile birlikte bu durum boru sektörü için önemli bir potansiyel oluşturmaktadır. Birleşmiş şirket sektörde spiral kaynaklı çelik boru alanında %20-25'lik bir paya sahip olacaktır.

Türkiye Çelik Boru Üretimi (bin Ton)



Kaynak: ÇEBİD

İNVESTAZ
Eğilim Menkul Değerler A.Ş.

Şirket Bilgileri

Erciyes Çelik Boru

Spiral Kaynaklı (HSAW) çelik boru üretiminde uzmanlaşmış olan Erciyes Çelik Boru Sanayi A.Ş.'nin Düzce de bulunan fabrikası, 5 üretim hattı ve yıllık 450.000 ton kapasitesi ile büyük bir çok proje için üretim yapmıştır. Cezayir'de Tamanrasset - In Salah İçmesuyu Hattı, Greo doğalgaz hattı, GK-1 doğalgaz Hattı, Portekiz'de REN doğalgaz hattı, Almanya'da Vattenfall doğalgaz projesi ve Türkiye'de Botaş'ın çeşitli projeleri ile Büyük İstanbul İçme Suyu Projesinin Melen ve Yeşilçay fazları bunlardan bir kaçıdır.

Erciyes mevcut durumda Ø273 milimetreden Ø4.064 milimetreye kadar çapta ve 4 milimetreden 35 milimetreye kadar et kalınlığında olmak üzere, S235 kaliteden API 5L X100 kaliteye kadar petrol, doğalgaz, su ve kazık boruları üretmektedir. 2011 ilk çeyreğinde devreye soktuğu 5. üretim hattı ile kapasitesini 450.000 tona çıkarmış olan Erciyes Çelik Boru, şirket sitesinde yer alan bilgilere göre EMEA ve NAFTA bölgesinde tek çatı altında toplanmış en büyük Spiral Kaynaklı Çelik Boru üreticisidir. Doğalgaz boruları için çok önemli olan DWTT, Charpy, sertlik gibi testleri de kendi bünyesinde gerçekleştiren Erciyes Boru, ISO 9001, API 5L, ISO 14001, OHSAS 18001, CE, API QR, ISO 29001, EN 10208-2, ISO 3183, EN 10002 gibi uluslararası kalite sertifikalarını bulundurmaktadır.

Erciyes Çelik Boru'nun ana ortağı olan Erciyes Holding, üç ana sektörde (sanayi, enerji, taahhüt) ve dünya çapında 50'den fazla ülkede faaliyet gösteren bir yatırım şirkettir. Holding'in bünyesinde bulunan şirketleri, Erciyes Çelik Boru, Bımaş Bisiklet Motosiklet, Briza Rüzgâr Enerji, Erciyes Enerji, Çelikler Boru, Argaios Turizm ve Yatçılıktır. Ayrıca Erciyes Holding, 2015 yılı sonlarında, bünyesindeki Erciyes Çelik Boru ile aynı sektörde faaliyet gösteren Özbal Çelik Boru'nun %51'lik hissesini satın alarak, bu şirkette de hakim ortak konumuna gelmiştir.

Erciyes Çelik Boru Ortaklık Yapısı		
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Erciyes Holding A.Ş.	31,397,760	52.8%
Ahmet Kamil Erciyes	10,197,490	17.1%
Emre Erciyes	8,925,000	15.0%
Kamil Bilge Erciyes	8,925,000	15.0%
Hakime Erciyes	54,750	0.1%
Toplam	69,600,000	100.0%

Kaynak: Erciyes Çelik Boru Finansal Tablo Dipnotları

Şirketin son açıklanan 2017 yılı 6 aylık finansallarına baktığımızda, şirketin cirou 2016 yılının aynı dönemine göre %18 oranında düşüşle 256 mn TL'ye gerilemiştir. Satışların %36'sı yurtdışı satışlardan oluşmaktadır (2016/06 %35). Brüt karlılığı ise bu dönemde %19,8'den %20,7'ye yükselmiştir. Böylelikle şirketin brüt karı %14'lük genilemeyle birlikte 53 mn TL seviyesine inmiştir. 2017 ilk 6 ayında şirketin faaliyet giderleri %1,4 oranında gerilerken, Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FVAÖK) rakamı aynı dönemde 40 mn TL'den 33 mn TL'ye düşmüştür.

Finansal giderler tarafında bu dönemde TL'nin değer kaybına da bağlı olarak kur farkı giderlerindeki artışın da etkisiyle net finansal giderler 9 mn TL'den 13 mn TL'ye yükselmiştir. Böylelikle şirketin net karı, 2017/06'da 2016/06'daki 21,5 mn TL seviyesinden %38 düşüşle 13 mn TL'ye inmiştir. Bu dönemde şirketin net kar marjı da %5,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Erciyas Boru - Özet Finansal Bilgiler (TL)	2015	2016	Değişim (%)	2016/06	2017/06	Değişim (%)
Net Satışlar	379,681,086	581,967,702	53.3%	312,656,864	255,544,591	-18.3%
Satışların Maliyeti	-307,394,868	-465,974,536		-250,706,294	-202,603,950	
Brüt Kar	72,286,218	115,993,166	60.5%	61,950,570	52,940,641	-14.5%
Brüt Kar Marjı	19.0%	19.9%		19.8%	20.7%	
Genel Yönetim Giderleri	-9,571,127	-10,421,808	8.9%	-4,747,410	-6,617,992	39.4%
Pazarlama Giderleri	-32,899,978	-46,514,635	41.4%	-26,725,375	-24,410,712	-8.7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	53,563,319	97,947,514	82.9%	29,236,819	40,156,964	37.4%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-69,753,859	-55,352,191	-20.6%	-24,360,104	-33,409,146	37.1%
Esas Faaliyet Karı	13,624,573	101,652,046	646.1%	35,354,500	28,659,755	-18.9%
Amortisman Giderleri	7,856,599	8,415,553	7.1%	4,414,100	4,372,271	-0.9%
FVAÖK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	21,481,172	110,067,599	412.4%	39,768,600	33,032,026	-16.9%
FVAÖK Marjı	5.7%	18.9%		12.7%	12.9%	
Dönem Net Karı	13,003,314	39,464,489	203.5%	21,524,661	13,331,712	-38.1%
Net Kar Marjı	3.4%	6.8%		6.9%	5.2%	

Kaynak: Erciyas Çelik Boru

Erciyas Boru'nun 2017 6 ay sonu itibarıyla borç yapısına baktığımızda, Şirketin yaklaşık 192 mn TL kısa vadeli, 26 mn TL uzun vadeli olmak üzere toplamda 218 mn TL seviyesinde finansal borcu bulunmaktadır. Şirketin kasasında ise 32 mn TL nakit bulunmaktadır. Böylelikle 2017/06 sonu itibarıyla şirketin net borcu 186 mn TL seviyesinde bulunmaktadır (2016, 117 mn TL net borç). Şirketin net işletme sermayesi ihtiyacı 2017/06'da, 2016 yılı sonundaki 125 mn TL'den 174 mn TL'ye bir artış göstermiştir. 22 Şubat 2017'de yaptırılmış olan değerlendirme raporlarına göre, şirketin elinde 26 mn TL'lik bir yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunmaktadır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Rayç Değer
	22.02.2017
Palladium Ofis	14,387,500
Palladium Kule	11,624,000
Toplam	26,011,500

Kaynak: Erciyas Çelik Boru, 22 Şubat 2017'de yaptırılan Gayrimenkul Değerleme Raporlarına göre.

Özbal Çelik Boru

Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt Anonim Şirketi ("Şirket") 24 Temmuz 1995'de kurulmuş olup, ana faaliyet konusu spiral kaynaklı çelik boru kaplaması, üretimi ve bu ürünlere ait hammaddelerin ticaretidir. Şirket doğalgaz, petrokimya ve petrol boruları, içme suyu boruları, kazık boruları, çelik yapı boruları, genel ve özel amaçlı boru ve ek parçalarının imalatını gerçekleştirmektedir. Şirketin üretim ve pazarlamasını yapmış olduğu "spiral kaynaklı çelik boru üretimi pazarı"dır. Tarsus Organize Sanayi Bölgesinde(Mersin) 42.000 m² lik alan içerisinde kurulu 16.000 m² lik kapalı üretim tesisi bulunmaktadır olup, yıllık üretim kapasitesi 150.000 Ton'dur.

Şirketin hakim ortağı Erciyes Holding A.Ş.'dir. Erciyes Holding, 2015 Aralık ayı itibarıyla, Özbal Çelik Boru hisselerinin %51'ine tekabül eden, 7.900.000 adet (A) ve 2.575.400 adet (B) grubu hisselerinin tamamını 1.500.000 USD bedelle devralmış, ayrıca Özbal'da yapılacak ilk bedelli sermaye artırımında, 10.000.000 TL'ye kadar artırılacak toplam şirket sermayesi içerisinde %12,42 oranında eski ortakların payına isabet eden tutarın da karşılanaacağına dair taahhüt vermiştir.

Özbal Çelik Boru Ortaklık Yapısı		
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Erciyes Holding A.Ş.	10.475.400	51,0%
Cemal Yücehan Öztüre	850.627	4,1%
Hasan Tufan Ballı	850.627	4,1%
Bilgehan Öztüre	836.860	4,1%
Diğer	7.526.486	36,6%
Toplam	20.640.000	100,0%

Kaynak: Özbal Çelik Boru Finansal Tablo Dipnotları

Özbal Çelik Boru'nun son açıkladığı 2017/6 aylık finansallarına baktığımız zaman, şirketin cirosu bir önceki yılın aynı dönemine göre %18 düşüşle 47,3 m TL olarak açıklanmıştır. Brüt karlılığı da bu dönemde %17,4'den %6,1 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylelikle brüt kar da aynı dönemde %71 düşerek 2,9 m TL'ye gerilemiştir. Faaliyet giderlerine baktığımızda ise 1Y17'de, 1Y16'ya göre genel yönetim giderlerinde %11,4, pazarlama giderlerinde ise %13,6'lık bir iyileşme sağlanmıştır. Şirket hem satışlardaki hem karlılıktaki düşüş ile birlikte 1Y17'de yalnızca 359.370 TL FVAOK elde etmiştir (1Y16 FVAOK 2,4 m TL). Tüm bunların sonucunda da şirketin 1Y16'da elde etmiş olduğu 62 bin TL net kar, 2017 yılının ilk yarısında 2,4 m TL net zarara dönüşmüştür.

INVEST AZ
Merkezi Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Boru - Özet Finansal Bilgiler (TL)	2015	2016	Değişim (%)	2016/06	2017/06	Değişim (%)
Net Satışlar	192,534,316	115,072,528	-40.2%	57,995,290	47,339,462	-18.4%
Satışların Maliyeti	-164,785,652	-97,064,458		-47,923,931	-44,442,966	
Brüt Kar	27,748,664	18,008,070	-35.1%	10,071,359	2,896,496	-71.2%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>14.4%</i>	<i>15.6%</i>		<i>17.4%</i>	<i>6.1%</i>	
Genel Yönetim Giderleri	-5,759,713	-4,222,114	-26.7%	-2,114,941	-1,873,300	-11.4%
Pazarlama Giderleri	-15,284,275	-8,323,944	-45.5%	-4,547,987	-3,930,819	-13.6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	10,688,858	15,171,439	41.9%	5,844,776	5,853,850	0.2%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-18,082,104	-22,938,258	26.9%	-8,155,458	-3,801,207	-53.4%
Esas Faaliyet Karı	-688,570	-2,304,807	234.7%	1,097,749	-854,980	a.d.
Amortisman Giderleri	2,574,641	2,523,434	-2.0%	1,291,664	1,214,350	-6.0%
FVAÖK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	1,886,071	218,627	-88.4%	2,389,413	359,370	-85.0%
<i>FVAÖK Marjı</i>	<i>1.0%</i>	<i>0.2%</i>		<i>4.1%</i>	<i>0.8%</i>	
Dönem Net Karı	-12,327,258	-6,019,391	a.d.	62,313	-2,372,584	a.d.
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>a.d.</i>	<i>a.d.</i>		<i>0.1%</i>	<i>a.d.</i>	

Kaynak: Rasyonet

Özbal'ın son durum itibarıyla borç yapısına baktığımızda, Şirketin yaklaşık 41,4 mn TL kısa vadeli, 3,4 mn TL uzun vadeli olmak üzere toplamda 44,7 mn TL seviyesinde finansal borcu bulunmaktadır. Borcun vade yapısına baktığımızda da finansal borçların %67'sinin vadesinin 6 aydan kısa olduğu görülmektedir. Şirketin net borcu 2017 6 ay itibarıyla 42,7 mn TL seviyesinde bulunurken, net işletme sermayesi ihtiyacı da aynı dönem itibarıyla 12,1 mn TL seviyesinde (2016 net işletme sermayesi ihtiyacı 8,5 mn TL) bulunmaktadır. Şirketin bu borçluluk yapısı içerisinde kısa vadeli borçlarını karşılayacak bir nakit ve karlılık yaratmadığı görülmektedir. Şirketin 1Y17 itibarıyla özkaynakları 3,9 mn TL ekside bulunmaktadır ve geçmiş yıl zararları 55 mn TL seviyesindedir. Şirketin 2017 ilk yarısı sonunda elinde 8,3 mn TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul bulunurken, 8,1 mn TL değer biçilen Kuşadası arsası üzerinde kullanılan kredi karşılığında 10 mn TL'lik ipotek bulunmaktadır.

Borçların Vade Yapısı		
Vade	Tutar (TL)	Oran
6 Aydan Kısa	29,922,594	67%
6-12 Ay Arası	11,430,853	26%
1-2 Yıl Arası	3,389,593	8%
2-5 Yıl Arası	0	0%
Toplam	44,743,040	100%

Kaynak: www.kap.gov.tr Özbal Çelik Boru -Bağımsız denetim raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Erciyes Çelik Boru Hedef Değer Hesaplama

Erciyes Boru için hazırlanan İNA çalışmasında, şirket yetkililerinden alınan ileriye dönük satış tahminleri kullanılmıştır. Tarafımıza sağlanan veriler 2017 yılından itibaren başlayarak 5 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Şirket ana faaliyet olarak doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu olmak üzere 3 çeşit boru üretim satışını gerçekleştirmektedir. Satış projeksiyonlarında önce ton bazında satış miktarları tahminleri, bunun üzerine USD bazında yapılmış olan ton bazına satış fiyatı tahminleri alınmıştır. İlgili senenin ortalama tahmini USD/TL kuru ile çarpılarak ton başına TL fiyatı hesaplanmış, bunun da beklenen ton bazında satışı ile çarpılarak TL geliriye ulaşılmıştır.

Bulunan satış gelirinin üzerine diğer satışlar da eklenerek toplam gelirlere ulaşılmıştır. Diğer gelirler genel olarak yapılan üretime paralel oluşan hurdaların satışı, bazı projelerde şirketin üretmediği ürünlerin istenmesi ve müşteri memnuniyeti adına şirketin bunu tedarik etmesi, kira gibi gelirlerden oluştuğu belirtilmiştir. 2017-2021 arası dönemde şirketten de alınan bilgiler doğrultusunda diğer satışlar genel olarak ana ürün satışları toplamının %16-22'si arasında bir seyir izlediği görülmektedir.

Erciyes Çelik Boru Projeksiyonları (TL)

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Gelirler (TL)	542,401,298	772,723,904	886,083,900	967,152,354	1,126,147,903
Satış Miktarları (ton)	145,000	190,000	198,000	206,000	225,000
Satış Miktarı Büyümesi	-19%	31%	4%	4%	9%
Doğalgaz Borusu	45,000	75,000	73,000	75,000	80,000
Su Borusu	80,000	85,000	90,000	98,000	110,000
Kazık Borusu	20,000	30,000	35,000	33,000	35,000
Satış Fiyatları (ABD\$/Ton)	2,520	2,460	2,500	2,500	2,550
Doğalgaz Borusu	1,050	1,030	1,040	1,045	1,060
Su Borusu	850	830	845	835	850
Kazık Borusu	620	600	615	620	640
Satışlar (TL)	467,401,298	652,723,904	726,083,900	797,152,354	931,147,903
Doğalgaz Borusu	173,009,881	304,118,948	317,728,405	345,815,824	393,429,707
Su Borusu	248,987,765	277,742,288	318,272,461	361,060,400	433,793,368
Kazık Borusu	45,403,651	70,862,667	90,083,034	90,276,131	103,924,828
Diğer Satışlar (TL)	75,000,000	120,000,000	160,000,000	170,000,000	195,000,000
Diğer Satışlar/Satışlar	16%	18%	22%	21%	21%
Toplam Satışlar (TL)	542,401,298	772,723,904	886,083,900	967,152,354	1,126,147,903
Satış Büyümesi	-7%	42%	15%	9%	16%

Kaynak: Erciyes Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

USD/TL Kur Tahminleri	
2017T	3.6616
2018T	3.9368
2019T	4.1850
2020T	4.4123
2021T	4.6395

Kaynak: Invest AZ Tahminleri

Satış miktarına baktığımızda 2016 yılı için 179 bin ton civarında olan toplam satışların 2017 için %19 gerileme ile birlikte 145 bin tona inmesi beklenmektedir. 2017 yılı için doğalgaz borusu satışlarında azalma beklenirken, su ve kazık borusu satışlarında ise artış beklenmektedir. Satış fiyatı tahminlerinde şirket tarafından verilen bilgiye göre fiyatları daha çok ürünlerin ana hammaddesi olan rulo sac fiyatları belirlemekte ve bunun üzerinden belli bir marj eklenerek satış fiyatına ulaşılmaktadır. 2018 yılı için ise özellikle doğalgaz borusu tarafında beklenen projeler ile birlikte yaşanacak güçlü artışla, ton bazında toplam ürün satışlarının %31 oranında artması beklenmektedir. Diğer yıllar için ise genel olarak tek haneli büyüme rakamları öngörülmüştür. Toplam satış büyümesine de baktığımız zaman 2016'da büyüme %53 civarında olurken 2017 için satışların %7 azalması beklenmektedir. 2018 yılında ise hem ton bazında büyüme hem de kurlardaki artış ile birlikte satış büyümesinin %42 oranında olacağı tahmin edilmektedir. Projeksiyon periyodu olan 2017-2021 arasında satışların yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %14,1 seviyesinde bulunmaktadır.

Satışların maliyeti tarafına baktığımızda, ana maliyet kalemleri sac fiyatları üzerinden belirlenmektedir. Doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu için şirket yetkilileri tarafından iş planları doğrultusunda yapılmış olan tahminler kullanılmıştır. Verilmiş olan ton başına USD maliyetler, ton bazında satış miktarı ve o senenin ortalama USD/TL kuru ile çarpılarak, ana ürünler için toplam maliyete ulaşılmıştır. Bunun yanında diğer giderler için de diğer satışlar kaleminin %75'i oranında maliyet oluşacağı hesaplanarak maliyet kalemi içerisine eklenmiştir. Son olarak da üretim maliyetine verilen amortisman değeri eklenerek toplam maliyet kalemine ulaşılmıştır.

Erciyes Çelik Boru Projeksiyonları (TL)					
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satışların Maliyeti	447,887,697	622,514,415	715,266,710	775,743,636	902,732,008
Maliyet (ABD\$/Ton)					
Doğalgaz Borusu	825	805	815	805	810
Su Borusu	725	690	710	695	715
Kazık Borusu	525	500	505	525	530
Maliyet (TL)	386,754,893	527,631,611	590,383,906	643,360,832	751,599,204
Doğalgaz Borusu	135,936,335	237,685,197	248,989,087	266,394,008	300,639,682
Su Borusu	212,371,917	230,894,191	267,424,198	300,523,327	364,896,774
Kazık Borusu	38,446,640	59,052,223	73,970,621	76,443,498	86,062,748

Kaynak: Erciyes Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Şirket 2016 yılında %19,9'luk bir brüt kar marjına ulaşırken, 2017 yılı için ise, toplam satışlar içerisinde ağırlığı düşen doğalgaz boru satışlarının etkisi ve daha düşük kar marjına sahip su borusu satışlarının, devletin çoğu su projelerini hayata geçirme kararı almasının etkisiyle artacağı beklentisi ile de brüt kar marjının %17,4 seviyesine kadar gerilemesi beklenmektedir. Ürün grupları içerisinde en yüksek kar marjlarına sahip doğalgaz borularının sonraki projeksiyon yıllarında beklenen yeni projelerin de devreye girmesiyle yeniden artmaya başlamasının etkisiyle brüt kar marjında sonraki yılları için iyileşme yaşanması belirtilirken, 2021 yılında yeniden 2016 seviyesine yakın, %19,8 seviyesine ulaşacağı hesaplanmıştır.

Erciyas Çelik Boru Projeksiyonları (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Dğer Maliyetler	56,250,000	90,000,000	120,000,000	127,500,000	146,250,000
Toplam Maliyetler (Amort. Hariç) (TL)	443,004,893	617,631,611	710,383,906	770,860,832	897,849,204
Maliyet/Satışlar (Amort. Hariç)	81.7%	79.9%	80.2%	79.7%	79.7%
Amortisman	4,882,804	4,882,804	4,882,804	4,882,804	4,882,804
Toplam Maliyetler (TL)	447,887,697	622,514,415	715,266,710	775,743,636	902,732,008
Maliyet/Satışlar	82.6%	80.6%	80.7%	80.2%	80.2%
Brüt Kar	94,513,601	150,209,488	170,817,190	191,408,718	223,415,895
Brüt Kar Marjı	17.4%	19.4%	19.3%	19.8%	19.8%

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Faaliyet giderleri tarafına geldiğimizde, şirketin pazarlama ve genel yönetim giderleri bu bölümün altında bulunmaktadır. Şirketin vermiş olduğu bilgiler ve tahminlerine göre projeksiyon döneminde pazarlama giderlerinin enflasyon beklentilerinin 2 puan üzerinde artacağı öngörüldüğü, genel yönetim giderleri için ise satış büyümeleri oranında artışlara gidilmiştir. Daha sonra da amortismanın genel yönetim giderlerine düşen kısmı faaliyet giderlerine eklenmiştir.

Erciyas Çelik Boru Projeksiyonları (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyet Giderleri (TL)	57,566,949	67,024,358	74,626,523	81,704,834	90,434,151
Pazarlama Giderleri	45,274,559	50,595,452	56,161,711	61,784,059	67,657,870
Genel Yönetim Giderleri (Amort. Hariç)	9,741,343	13,877,859	15,913,766	17,369,728	20,225,234
Amortisman	2,551,047	2,551,047	2,551,047	2,551,047	2,551,047
Esas Faaliyet Karı	36,946,652	83,185,131	96,190,667	109,703,884	132,981,744
Faaliyet Marjı	6.8%	10.8%	10.9%	11.3%	11.8%

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Faaliyet giderlerinin de hesaplanması sonrası ulaşılmış olduğumuz esas faaliyet kar marjına baktığımızda 2016 yılı için %17,5 seviyesinden 2017 yılı için %16,8 seviyesine kadar gerilediğini görüyoruz.

Sonraki yıllar için yukarıda da açıkladığımız gibi katma değeri daha yüksek olan ürünlerin toplam satışlar içerisindeki ağırlığının artması ve satış hacmindeki artış ile birlikte ölçek ekonomisinden daha fazla faydalanılması ve artan kapasite kullanım oranları ile birlikte faaliyet marjında kademe olarak artış yaşanması beklenmektedir. Şirketin amortisman giderlerinin yıllar içerisinde sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirketin FVAÖK tarafında, 2016 yılında Tanap projesinden kaynaklı gelirlerin bir kısmının diğer faaliyetlerden gelir giderlerin içerisinde yer almasından kaynaklı olarak 2017 yılında da bu gelirlerin bulunmayışı nedeniyle yüksek bir düşüş yaşanmıştır. Şirket yetkililerinden almış olduğumuz bilgilere göre önümüzdeki dönemde gelirlerin daha çok yukarıda satışlar kalemi içerisinde yer alacak olması nedeniyle diğer faaliyetlerden kaynaklı gelirlerin etkisinin bu derece yüksek olması beklenmemektedir.

Erciyas Çelik Boru Projeksiyonları (TL)

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Amortisman Giderleri	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851
Amortisman Gid./Satışlar	1.4%	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%
FVAÖK	44,380,502	90,618,981	103,624,517	117,137,735	140,415,595
FVAÖK Marjı	8.2%	11.7%	11.7%	12.1%	12.5%

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

İşletme sermayesi ihtiyacının tahmininde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2016 yılı ve 2017 yılı ilk 6 ayındaki performansı gözönüne alınarak hesaplanan devir günü sayılarının ortalamalarının, projeksiyon dönemimiz boyuncası sabit kalacağı varsayımı altında tahminler yapılmıştır. Gün sayılarının baktığımızda 2016 yılı ve 2017 yılı ilk yarıyıldaki performansın, önümüzdeki dönemde şirket lehine olacak şekilde değişebileceği düşünülse de muhafazakar tarafta kalmak açısından oranlar projeksiyon dönemi boyuncası sabit kabul edilmiştir.

Erciyas Boru - İşletme Sermayesi (TL)

	2016	2017/06	Ortalama
Ticari Alacaklar (Ortalama)	120,466,851	121,559,611	
Satışlar	581,967,702	524,855,429	
Ticari Alacak Tahsil Süresi	76	85	80
Ticari Borçlar (Ortalama)	88,456,116	72,606,731	
Maliyet	465,974,536	417,872,192	
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	69	63	66
Stoklar (Ortalama)	145,169,731	100,508,403	
Maliyet	465,974,536	417,872,192	
Stok Tutma Süresi	114	88	101

Kaynak: Erciyas Çelik Boru

INVESTAZ
Müşteri Menkul Değerleri A.Ş.

İşletme sermayesi hesaplamaları yapılırken, hem ticari alacaklar, hem ticari borçlar, hem de stoklar için, dönem başı ve dönem sonu değerlerinin ortalaması olan değerler üzerinden işlemler yapılmıştır. Tahmin periyodu boyunca devir günleri sabit tutulurken, 2017 için işletme sermayesi ihtiyacında yaşanan düşüş ile birlikte 16 mn TL artı bir değer hesaplanırken, diğer yıllar için yüksek satış büyümelerinin olduğu yıllarda işletme sermayesine bağlanan tutarın arttığı ve bunun nakit akımı tarafına negatif olarak yansdığı görülmektedir.

Erciyas Boru - İşletme Sermayesi (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Ticari Alacaklar	118,949,987	169,460,321	194,320,457	212,098,976	246,987,105
Satışlar	542,401,298	772,723,904	886,083,900	967,152,354	1,126,147,903
Ticari Alacak Tahsil Süresi	80	80	80	80	80
Ticari Borçlar	81,422,356	113,168,079	130,029,696	141,023,911	164,109,369
Maliyet	447,887,697	622,514,415	715,266,710	775,743,636	902,732,008
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	66	66	66	66	66
Stoklar	123,631,408	171,833,998	197,436,614	214,130,191	249,183,065
Maliyet	447,887,697	622,514,415	715,266,710	775,743,636	902,732,008
Stok Tutma Süresi	101	101	101	101	101
İşletme Sermayesi İhtiyacı	161,159,038	228,126,240	261,727,376	285,205,256	332,040,801
İşletme Sermayesi İhtiyacındaki Değişim	-16,021,427	66,967,201	33,601,136	23,477,880	46,835,546

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Şirketin yatırım harcamaları tahminlerine baktığımızda, yetkililerden almış olduğumuz bilgilere göre ciddi bir yatırım harcaması bu aşamada uzun bir süre için öngörülmemektedir. Halihazırda şirketin 5 yıllık projeksiyon dönemi sonunda 2021 yılında 225 bin ton satış miktarına ulaşmasını beklediğimizi ve şirketin yıllık üretim kapasitesinin de 450 bin ton olduğu gözönüne alındığında, önümüzdeki dönem için kapasite konusunda uzun bir süre sorun yaşamayacağı görülmektedir. Yatırım harcaması olarak şirketin yalnızca bakım onarım maliyetleri olacağı öngörülmüş, onun da şirketin yıllık amortisman gideri kadar olacağı varsayılmıştır. Böylelikle yukarıda anlatılan projeksiyonlar ışığında ulaşılan faaliyetlerden serbest nakit akımları hesabı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Şirketin 2017 yılı için ilk yarıyıldan sonrası ele alındığı için bu sene hesaplanan toplam serbest nakit akımının değerlendirilmede yansı kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca faaliyet karı üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi oranının %20 olacağı kabul edilmiştir.

INVESTAZ
Erciyas Çelik Boru & İnvest AZ Değerler A.Ş.

Erciyas Çelik Boru Serbest Nakit Akımı Hesabı (TL)					
TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Gelirler	542,401,298	772,723,904	886,083,900	967,152,364	1,126,147,903
% Büyüme	-6.8%	42.5%	14.7%	9.1%	16.4%
Faaliyet Karı	36,946,652	83,185,131	96,190,667	109,703,884	132,981,744
Faaliyet Marjı Margin	6.8%	10.8%	10.9%	11.3%	11.8%
Amortisman	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851
FVAÖK	44,380,502	90,618,981	103,624,517	117,137,735	140,415,595
FVAÖK Marjı	8.2%	11.7%	11.7%	12.1%	12.5%
Vergi	-7,389,330	-16,637,026	-19,238,133	-21,940,777	-26,596,349
Çalışma Sermayesindeki Değişim	16,021,427	-66,967,201	-33,601,136	-23,477,880	-46,835,546
Yatırım Harcamaları	-7,433,851	-7,433,851	-7,433,851	-7,433,851	-7,433,851
Yat Har/satışlar	-1.4%	-1.0%	-0.8%	-0.8%	-0.7%
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı (FSNA)	45,578,748	-419,097	43,351,397	64,285,227	59,549,849

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) hesaplanmasında, TL bazında ve 5 yıllık bir dönem için projeksiyon yapılmasından dolayı Türkiye 5 yıllık devlet tahvilinin, değerlendirme yapıldığı dönem için getirisi olan %11,2 oranı, risksiz faiz oranı olarak kullanılmıştır. Buna hisse spesifik %5,6 risk primi eklenmesi ile birlikte, beta oranı olarak da şirketin yurtiçi ve yurtdışı benzerlerinin Bloomberg data terminalinden temin edilen 1 yıllık betalarının ortalaması kullanılarak, %16,5'lik bir özkaynak maliyetine ulaşılmıştır. Borç maliyeti olarak şirket yetkileri ortalamada %13 oranında bir maliyet olduğunu belirtse de, mevcut piyasa koşulları altında ve birleşmek üzerine çalışma yapılan Özbal Çelik borunun da borçlanma maliyetleri gözönüne alınarak %15 borçlanma maliyeti kullanılması uygun bulunmuştur. Bu oran üzerinden de %20'lik vergi etkisi düşülerek %12'lik vergi sonrası borç maliyetine ulaşılmıştır. Şirketin 2016 yılsonu itibarıyla özkaynak ağırlığının %56 ve finansal borç ağırlığının da %44 olduğu hesaplanırken, bu oranın tahmin dönemi boyunca bu seviyelerde kalacağı varsayılmıştır. Sonuç olarak bulunan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) olan %14,5, serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi için kullanılmıştır.

Beta Hesabı			
Şirket İsmi	Bloomberg Kodu	Ülke	Beta (1 Yıllık)
Al Jazeera Steel Products Co.	ATMI OM	Urman	0.69
Araya Industrials Co. LTD.	7305 JP	Japonya	0.92
Borusan Boru Sanayi A.Ş.	BRSAN TI	Türkiye	0.79
Erbosan Eriyas Boru	ERBOS TI	Türkiye	0.89
Froch Enterprise Co. LTD.	2030 TT	Tayvan	0.98
Pacific Pipe PCL	PAP TB	Tayland	1.06
Seah Steel Corporation	003030 KS	Güney Kore	0.89
Steel Pipe Industry Of Indonesia	ISSP IJ	Endonezya	0.84
Surya Roshni LTD.	SYR IN	Hindistan	1.46
TMK PJSC	TRMK RM	Rusya	0.76
TMK-Artrom Slatina	ART RO	Romanya	0.61
Welspun Corp LTD.	WLCO IN	Hindistan	1.31
Ortalama			0.93

Kaynak: Bloomberg

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı	
Özkaynak Maliyeti	16.4%
Risksiz Faiz Oranı	11.2%
Hisse Risk Primi	5.6%
Beklenen Pazar Getirisi	16.8%
Borçlu Beta	0.93
Borçsuz Beta	0.57
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	12.0%
Borç Maliyeti	15.0%
Vergi Oranı (%)	20.0%
Özkaynak Ağırlığı	55.7%
Borç Ağırlığı	44.3%
Borcun Özkaynaga Oranı	79.6%
AOSM	14.5%

5 yıllık tahmin periyodunun bugüne indirgenmesinden 124 mın TL, 5 yıl sonrasında bulunan devam eden değer hesaplamasının bugünkü değeri olarak da 359 mın TL değer bulunmuştur. Nihai değer hesaplamasında, TL üzerinden değerlendirme yapıldığı için ve yeni bir yatırım harcaması ve büyüme öngörülmediği için nihai büyüme oranı olarak uzun dönem enflasyon tahminimiz olan %5 kullanılmıştır. Bu büyüme oranının 2021 sonrası için makul bir büyüme olacağı düşünülmüştür. Bu iki değer toplamından 484 mın TL firma değerine ulaşılmıştır.

Bu firma değerinden şirketin 2017 6 aylık finansallarında yer alan finansal borçları ve nakit durumu üzerinden hesaplanan yaklaşık 186 mın TL net borç kalemi düşüldükten sonra, bilançosunda yer alan 26 mın TL değerindeki yatırım amaçlı gayrimenkuller de bu değer üzerine eklenmiştir. Böylelikle İndirgenmiş Nakit Akımı (INA) analizi üzerinden ulaşılmış olduğumuz Erciyas Çelik Boru'nun nihai hedef değeri 323 mın TL olmaktadır.

TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı	22,789,374	-419,097	43,351,397	64,285,227	59,549,849
AOSM	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
İskonto Çarpanı	0.93	0.82	0.71	0.62	0.54
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	21,299,904	-342,176	30,919,274	40,052,336	32,410,665

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	124,339,992
Nihai Büyüme Oranı	5%
Nihai Değer	659,939,875
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	359,179,473
Firma Değeri	483,519,465
Net Borç	186,379,783
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	26,011,500
Hedef Piyasa Değeri (TL)	323,151,182

Kaynak: Erciyas Çelik Boru & Invest AZ Tahminleri

Özbal Çelik Boru Hedef Değer Hesaplama

Özbal Çelik Boru için hazırlanan INA çalışmasında, şirket yetkilerinden alınan ileriye dönük satış tahminleri kullanılmıştır. Tarafımıza sağlanan veriler 2017 yılından itibaren başlayarak 5 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Satış projeksiyonlarında önce ton bazında satış miktarları tahminleri, bunun üzerine USD bazında yapılmış olan ton bazına satış fiyatı tahminleri alınmıştır. İlgili senenin ortalama tahmini USD/TL kuru ile çarpılarak ton başına TL fiyatı hesaplanmış, bunun da beklenen ton bazında satışı ile çarpılarak TL geliriye ulaşılmıştır.

Bulunan satış gelirinin üzerine diğer satışlar da eklenerek toplam gelirleri ulaşılmıştır. Diğer gelirler tarafında önümüzdeki dönem için şirketten alınan bilgilere göre ticari mal satışı ve fason işçilik yapılmayacağı için, 2016 yılındaki 13,6 mn TL değerinden 2017 yılında 1,1 mn TL'ye gerileyeceği tahmin edilmiştir. Daha sonraki yıllar için de hacme bağlı olarak hafif artışlar öngörülmüştür.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)					
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Gelirler (TL)	113,774,602	146,185,587	173,169,883	201,677,313	215,528,182
Satış Miktarları (ton)	49,000	55,000	59,000	62,000	64,000
Satış Miktarları Büyümesi	-23%	12%	7%	5%	3%
Doğalgaz Borusu	20,000	20,000	12,000	15,000	10,000
Su Borusu	25,000	25,000	35,000	35,000	40,000
Kazık Borusu	4,000	10,000	12,000	12,000	14,000
Satış Fiyatları (ABD\$/Ton)	1,863	1,982	2,102	2,192	2,192
Doğalgaz Borusu	641	718	790	829	829
Su Borusu	622	653	685	719	719
Kazık Borusu	600	612	627	643	643
Satışlar (TL)	112,621,194	144,839,454	171,524,459	200,025,943	213,747,752
Doğalgaz Borusu	46,941,517	56,519,473	39,654,903	54,873,627	38,465,944
Su Borusu	56,891,874	64,226,674	100,366,232	111,107,757	133,518,154
Fason Boru Üretimi	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	8,787,803	24,093,307	31,503,324	34,044,559	41,763,654
Diğer Satışlar (TL)	1,153,408	1,346,133	1,645,425	1,651,369	1,780,430
Diğer Satışlar/Satışlar	1%	1%	1%	1%	1%
Toplam Satışlar (TL)	113,774,602	146,185,587	173,169,883	201,677,313	215,528,182
Satış Büyümesi	-1%	28%	18%	16%	7%

Kaynak: Özbal Çelik Boru & İnvesti AZ Tahminleri

USD/TL Kur Tahminleri	
2017T	3.6616
2018T	3.9368
2019T	4.1850
2020T	4.4123
2021T	4.6395

Kaynak: Invest AZ Tahminleri

Özbal, 2016 yılında yaklaşık 17 bin ton üretimini yaptığı fason boru tarafında 2017 yılında üretim yapmayacak olmasının etkisini bir miktar da olsa diğer segmentlerdeki artışla (özellikle kazık borusu tarafında) kapatacağını düşünmektedir. Yine de 2017 yılı için ton bazında üretimde %23'lük bir düşüş öngörülmüştür. Buna karşılık Dolar kurunun 2016'ya göre yüksek ortalamalarda olacağı beklentileri ile birlikte ciro bazında satışlardaki düşüşün %1 oranında kalacağı tahmin edilmiştir. Projeksiyon periyodu olan 2017-2021 arasında satışların yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %13,4 seviyesinde bulunmaktadır.

Satışların maliyeti tarafına baktığımızda, ana maliyet kalemleri sac fiyatları üzerinden belirlenmektedir. Doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu için şirket yetkilileri tarafından iş planları doğrultusunda yapılmış olan tahminler kullanılmıştır. Verilmiş olan ton başına USD maliyetler, ton bazında satış miktarı ve o senenin ortalama USD/TL kuru ile çarpılarak, ana ürünler için toplam maliyete ulaşılmıştır. Son olarak da üretim maliyetine verilen amortisman değeri eklenerek toplam maliyet kalemine ulaşılmıştır.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)

	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satışların Maliyeti	100,187,758	130,116,863	153,335,823	178,462,550	189,740,834
Maliyet (ABD\$/Ton)	1,581	1,723	1,829	1,908	1,908
Doğalgaz Borusu	542	646	711	746	746
Su Borusu	559	587	617	648	648
Kazık Borusu	480	490	502	514	514
Maliyet (TL)	97,924,508	127,946,178	151,221,680	176,618,893	188,196,611
Doğalgaz Borusu	39,691,579	50,867,526	35,689,413	49,386,264	34,619,350
Su Borusu	51,202,686	57,804,007	90,329,609	99,996,982	120,166,338
Kazık Borusu	7,030,243	19,274,646	25,202,659	27,235,647	33,410,923

Kaynak: Özbal Çelik Boru/Invest AZ Tahminleri

Özbal Çelik Boru'nun brüt kar marjının 2016 yılındaki %15,6 seviyesinden %12 seviyesine gerilemesi öngörülmektedir. Kar marjındaki gerilemenin sebeplerinden biri, su borusu tarafında stokta bulunan düşük maliyetli mamüllerin 2016 yılında kullanılması ile o yıl özelinde artmış olan karlılığın, sonraki senelerde düşeceği beklentisidir. Ayrıca TANAP gibi büyük bir projenin bitmesinin ardından, sektördeki diğer bazı oyuncuların da rekabete katılarak karlılığı bir miktar düşürmesi beklenmektedir. Ayrıca yüklü finansal borcu bulunan şirketin önümüzdeki dönemde kapasite kullanım oranını yüksek tutmak için karlılığından bir miktar fedakarlık yapabileceği düşünülmektedir.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Diğer Maliyetler	4,250	4,675	5,143	5,657	6,223
Toplam Maliyetler (Amort. Hariç) (TL)	97,928,758	127,950,853	151,226,823	176,624,550	188,202,834
<i>Maliyet/Satışlar (Amort. Hariç)</i>	<i>86.1%</i>	<i>87.5%</i>	<i>87.3%</i>	<i>87.6%</i>	<i>87.3%</i>
Amortisman	2,259,000	2,166,000	2,109,000	1,838,000	1,538,000
Toplam Maliyetler (TL)	100,187,758	130,116,853	153,335,823	178,462,550	189,740,834
<i>Maliyet/Satışlar</i>	<i>88.1%</i>	<i>89.0%</i>	<i>88.5%</i>	<i>88.5%</i>	<i>88.0%</i>
Brüt Kar	13,586,844	16,068,733	19,834,060	23,214,762	25,787,348
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>11.9%</i>	<i>11.0%</i>	<i>11.5%</i>	<i>11.5%</i>	<i>12.0%</i>

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Faaliyet giderleri tarafında, aynı Erciyes Çelik Boru için yapılan tahminlerde olduğu gibi pazarlama giderleri için beklenen enflasyon oranlarının iki puan üzerinde artışlar yapılırken, genel yönetim giderlerinin için ise projeksiyon dönemi boyunca satış büyümesi kadar artacağı öngörülmüştür. Daha sonra da amortismanın genel yönetim giderlerine düşen kısmı faaliyet giderlerine eklenmiştir.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyet Giderleri (TL)	12,643,160	14,747,958	16,719,748	18,738,651	20,310,536
<i>Pazarlama Giderleri</i>	<i>8,662,667</i>	<i>9,680,769</i>	<i>10,745,799</i>	<i>11,821,561</i>	<i>12,945,437</i>
Genel Yönetim Giderleri (Amort. Hariç)	3,835,803	4,928,509	5,838,259	6,799,360	7,266,329
<i>Amortisman</i>	<i>144,670</i>	<i>138,680</i>	<i>135,690</i>	<i>117,730</i>	<i>98,770</i>
Esas Faaliyet Karı	943,684	1,320,776	3,114,312	4,476,112	5,476,812
<i>Faaliyet Marjı</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.9%</i>	<i>1.8%</i>	<i>2.2%</i>	<i>2.5%</i>

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

INVEST AZ
Kurum Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)					
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Amortisman Giderleri	2,403,670	2,304,680	2,244,690	1,955,730	1,636,770
Amortisman Gid/Satışlar	2.1%	1.6%	1.3%	1.0%	0.8%
FVAOK	3,347,354	3,625,455	5,359,002	6,431,842	7,113,582
FVAOK Marjı	2.9%	2.5%	3.1%	3.2%	3.3%

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

İşletme sermayesi ihtiyacının tahmininde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2016 yılı ve 2017 yılı altı aylık sonuçlarından hesaplanan devir günü sayılarının ortalamalarının, projeksiyon dönemimiz boyunca sabit kalacağı varsayımı altında tahminler yapılmıştır. Gün sayısı hesaplamalarında yıl ortalama verileri üzerinden gidilmiştir.

Özbal Boru - İşletme Sermayesi (TL)			
	2016	2017/05	Ortalama
Ticari Alacaklar (Ortalama)	42,977,945	45,233,589	
Satışlar	115,072,528	104,416,700	
Ticari Alacak Tahsil Süresi	136	158	147
Ticari Borçlar (Ortalama)	50,264,425	46,610,095	
Maliyet	97,064,458	93,583,493	
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	189	182	185
Stoklar (Ortalama)	13,018,159	11,705,357	
Maliyet	97,064,458	93,583,493	
Stok Tutma Süresi	49	46	47

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Rasyonet


İbrahim Menkul Değerler A.Ş.

Ozbal - İşletme Sermayesi (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Ticari Alacaklar (Ortalama)	45,890,322	58,963,104	69,847,063	81,345,368	86,932,035
Satışlar	113,774,602	146,185,587	173,169,883	201,677,313	215,528,182
Ticari Alacak Tahsil Süresi	147	147	147	147	147
Ticari Borçlar (Ortalama)	50,890,611	66,093,165	77,887,297	90,650,477	96,379,309
Maliyet	100,187,758	130,116,853	153,335,823	178,462,550	189,740,834
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	185	185	185	185	185
Stoklar (Ortalama)	12,984,233	16,863,013	19,872,168	23,128,567	24,590,221
Maliyet	100,187,758	130,116,853	153,335,823	178,462,550	189,740,834
Stok Tutma Süresi	47	47	47	47	47
İşletme Sermayesi İhtiyacı	7,983,944	9,732,952	11,831,934	13,823,457	15,142,948
İşletme Sermayesi İhtiyacındaki Değişim	2,252,265	1,749,007	2,098,983	1,991,523	1,319,490

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Şirketin yatırım harcamaları tahminlerine baktığımızda, yetkililerden almış olduğumuz bilgilere göre ciddi bir yatırım harcaması bu aşamada uzun bir süre için öngörülmemektedir. Yatırım harcaması olarak şirketin yalnızca bakım onarım maliyetleri olacağı öngörülmüş, onun da şirketin yıllık amortisman gideri kadar olacağı varsayılmıştır. Böylelikle yukarıda anlatılan projeksiyonlar ışığında ulaşılan faaliyetlerden serbest nakit akımları hesabı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca faaliyet karı üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi oranı, şirketin yüklü geçmiş yıl zararları da göz önüne alınarak %0 olacağı kabul edilmiştir.

Ozbal Çelik Boru Serbest Nakit Akımı Hesabı (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Gelirler	113,774,602	146,185,587	173,169,883	201,677,313	215,528,182
Faaliyet Karı	943,684	1,320,775	3,114,312	4,476,112	5,476,812
Amortisman	2,403,670	2,304,680	2,244,690	1,955,730	1,636,770
FVAÖK	3,347,354	3,625,455	5,359,002	6,431,842	7,113,582
FVAÖK Marjı	2.9%	2.5%	3.1%	3.2%	3.3%
Vergi	0	0	0	0	0
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-2,252,265	-1,749,007	-2,098,983	-1,991,523	-1,319,490
Yatırım Harcamaları	-2,403,670	-2,304,680	-2,244,690	-1,955,730	-1,636,770
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı (FSNA)	-1,308,582	-428,232	1,015,329	2,484,588	4,157,322

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) hesaplanmasında, Özbal'ın özkaynak değerinin negatif olması dolayısıyla, borç maliyeti olarak kullanılan %13 oranı aynı zamanda AOSM yerine iskonto oranı olarak kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca vergi oranı %0 alınmış olduğu için de vergi öncesi borç maliyeti ile vergi sonrası borç maliyeti aynı değer çıkmaktadır.

5 yıllık tahmin periyodunun bugüne indirgenmesinden 3,5 mn TL, 5 yıl sonrasında bulunan devam eden değer hesaplamasının bugünkü değeri olarak da 23,3 mn TL değer bulunmuştur. Nihai değer hesaplamasında, TL üzerinden değerlendirme yapıldığı için ve yeni bir yatırım harcaması ve büyüme öngörülmediği için nihai büyüme oranı olarak uzun dönem enflasyon tahminimiz olan %5 kullanılmıştır. Bu büyüme oranının 2021 sonrası için makul bir büyüme olacağı düşünülmüştür. Bu iki değer toplamından 26,8 mn TL firma değerine ulaşılmıştır.

Bu firma değerinden şirketin 2017 altı aylık finansallarında yer alan finansal borçları ve nakit durumu üzerinden hesaplanan yaklaşık 43 mn TL net borç kalemi düşüldükten sonra, bilançosunda yer alan 8,3 mn TL değerindeki yatırım amaçlı gayrimenkuller de bu değer üzerine eklenmiştir. Bunun sonucunda Özbal Çelik Boru'nun hedef piyasa değeri negatif çıkmaktadır.

TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı	-654,291	-428,232	1,015,329	2,484,588	4,157,322
AOSM	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
İskonto Çarpanı	0.93	0.81	0.71	0.61	0.53
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	-610,129	-347,242	715,916	1,523,393	2,216,529

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	3,498,467
Nihai Büyüme Oranı	5%
Nihai Değer	43,651,877
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	23,273,550
Firma Değeri	26,772,017
Net Borç	42,662,507
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8,310,000
Hedef Piyasa Değeri (TL)	-7,580,490

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri



Piyasa Çarpanları ve Borsa Analizi

Erciyas Boru

Çarpan analizinde kullanılacak şirketleri belirlerken, hem coğrafi anlamda yakın ve benzer konumda bulunan ülkelerin şirketlerini, hem de üretim ve işlevi olarak Erciyas Çelik Boru'ya yakın olan şirketleri seçmeye çalıştık. Karşılaştırmamıza Türkiye'den Borusan Boru ve Ercos Boru'yu dahil ettik.

Şirketin kabaca nakit yaratma kabiliyetinin firma değeri ile karşılaştırmasını içeren Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FVAÖK) çarpanı ile şirketlerin defter değerlerini piyasa değerleriyle karşılaştırmak için kullandığımız Fiyat/Defter Değeri (F/DD) çarpanını kullanarak Erciyas Çelik Boru için hedef değer belirlemeye çalıştık. Bloomberg veri terminalinden şirkete en yakın olarak bulduğumuz 12 şirketin ortalama çarpan değerlerini kullanarak hesaplarımızı gerçekleştirdik.

Çarpan Analizi					
Şirket İsmi	Bloomberg Kodu	Ülke	Piy. Değ. m n \$	Son Dört Dönem FDFVAÖK	F/DD
Al Jazeera Steel Products Co.	ATMI OM	Uzman	87	7.5	0.8
Araya Industrials Co. LTD.	7305 JP	Japonya	115	4.6	0.5
Borusan Boru Sanayi A.Ş.	BRSA NT	Türkiye	418	7.3	0.9
Ercos Erciyas Boru	ERBOS TI	Türkiye	102	6.6	1.8
Froch Enterprise Co. LTD.	2030 TT	Tayvan	142	8.5	1.2
Pacific Pipe PCL	PAP TB	Tayland	101	8.9	1.4
Seah Steel Corporation	003030 KS	Güney Kore	487	7.4	0.4
Steel Pipe Industry Of Indonesia	ISSP IJ	Endonezya	99	9.0	0.5
Surya Roshni LTD.	SYR IN	Hindistan	196	9.2	1.7
TMK PJSC	TRMK RM	Rusya	1,220	6.6	1.4
TMK-Artrom Slatina	ART RO	Romanya	95	10.2	0.8
Welspun Corp LTD.	WLCO IN	Hindistan	521	9.2	1.2
Ortalama			299	7.91	1.06

Kaynak: Bloomberg

FVAÖK hesabımızda, özellikle 2016 yılının geçmiş yıllara göre almış olduğu yüksek değer göz önünde bulundurularak, bağımsız denetimden geçmiş son 3 yılın finansalları üzerinden hesaplanan FVAÖK değerleri ile 2017 yılının ilk 6 ayında ortaya çıkan sonuçlar göz önüne alınarak hesaplanan son 4 çeyreğin FVAÖK rakamının ortalamaları kullanılmıştır. Defter değeri olarak ise birleşmeye esas değerlendirme tarihi olan 2017 yılı ilk altı ayı sonundaki finansallarında yer alan özkaynak değeri kullanılmıştır. FDF/FVAÖK çarpanından bulunmuş olan değere, şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin eklenmesi ile sonuca ulaşırlarken, F/DD çarpanında yatırım amaçlı gayrimenkullerin etkisi defter değerinin içerisinde olduğu için böyle bir ekleme yapılmamıştır.

Erciyas Boru - Gelir Tablosu (TL)	2014	2015	2016	2017/06 Son 4 Dönem	Ortalama
FVAÖK (Esas Faaliyet Gelir Gider Dahil)	9,963,846	21,481,172	110,067,599	103,331,025	61,210,861

Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2017/06
Toplam Özkaynaklar	269,607,679
Net Borç	186,379,783

Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2017/06
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	26,011,500

Çarpan Hedef Değer (FVAÖK Diğer Gelirler Dahil) (TL)		
	Ortalama	Ağırlık
FDF/FVAÖK (Son 3 Yıl ve Son 4 Dönem)	323,803,809	50%
FDD (2017/06)	286,205,744	50%
Hedef Değer (TL)	305,004,776	

Kaynak: Bloomberg

Çarpan analizinden her iki çarpana da eşit ağırlık vererek hesaplanmış olduğumuz Erciyas Çelik Boru hedef piyasa değeri 305 mn TL seviyesinde olmuştur.

INVEST
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Borsa Değeri Analizi

Özbal Çelik Boru için borsa değerinden çıkan sonucu hesaparken, birleşmeye esas finansal tabloların döneminin bitiş tarihi olan 30 Haziran 2017 öncesindeki 1 aylık, 6 aylık ve 12 aylık dönemde oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalama fiyatları üzerinden hesaplanan değer, hedef piyasa değeri olarak kullanılmıştır. 30 Haziran öncesindeki dönemlerden 1 aylık ağırlıklı ortalamların ortalama fiyatı 2,7615 TL, 6 aylık ağırlıklı ortalamların ortalama fiyatı 1,8190 TL ve 12 aylık ağırlıklı ortalamların ortalama fiyatı 1,6193 TL olarak hesaplanmaktadır. Bu bulunan ortalama fiyatları mevcut hisse sayısı ile çarparak piyasa değerlerine ulaşıyoruz ve bu 3 ortalama eşit ağırlık vererek de hedef piyasa değerine ulaşıyoruz.

Buna göre borsa değeri analizinden son 1 aylık, 6 aylık ve 12 aylık ağırlıklı ortalamların ortalamları ile hesaplanan hedef değerimiz 42,4 m TL olmuştur.

Borsa Değeri Analizi (TL)		
	Ağırlıklı Ortalama Hsse Fiyatları (TL)	Ağırlık
1 Aylık Ortalama (30.05.2017-30.06.2017)	2.7615	33%
6 Aylık Ortalama (30.12.2016-30.06.2017)	1.8190	33%
12 Aylık Ortalama (30.06.2016-30.06.2017)	1.6193	33%
Hsse Sayısı	20,540,000	
	Ağırlıklı Ortalama Hsse Fiyatına Göre Piyasa Değerleri (TL)	
1 Aylık Ortalama (30.05.2017-30.06.2017)	56,721,210	33%
6 Aylık Ortalama (30.12.2016-30.06.2017)	37,362,098	33%
12 Aylık Ortalama (30.06.2016-30.06.2017)	33,260,011	33%
Hedef Değer (TL)	42,447,773	

Kaynak: Rasyonet

Özkaynak Analizi

Birleşmeye konu her iki şirket için de değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında belirtilen defter değeri, birleşmeye esas özkaynak tutarı olarak alınmıştır. Şirketlerin birbirleri arasında herhangi bir ortaklık bağı bulunmaması dolayısıyla, özkaynak değerlerinde düzeltme yapılmamıştır. Göz önünde bulundurulması gereken bir konu da belirtilen zaman dilimi itibarıyla kayıtlı olan özkaynak değerini göstermesi açısından bu yöntem, gelecek potansiyelleri, satış dağıtım açıklarını ve diğer yaratılacak değerleri dikkate almamaktadır.

Erciyas Çelik Boru ve Özbal Çelik Boru'nun birleşmeye esas denetimden geçmiş özkaynak değerleri aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir:

Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2017/06
Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	59,500,000
Kapsamlı Gelir veya Giderler	65,017,768
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	14,579,924
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	117,178,275
Dönem Karı (Zararı)	13,331,712
Toplam Özkaynaklar	269,607,679
<i>Kaynak: Erciyas Çelik Boru</i>	

Özbal Boru - Bilanço (TL)	2017/06
Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	20,540,000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3,366,342
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	-55,248,430
Dönem Karı (Zararı)	-2,372,584
Diğer Özkaynak Kalemleri	29,856,178
Toplam Özkaynaklar	-3,856,494
<i>Kaynak: Özbal Çelik Boru</i>	

Tablolardan da görüldüğü üzere Erciyas Çelik Boru 59,5 mn TL ödenmiş sermayeye sahiptir ve toplam özkaynaklarının değeri 2017 yılı ilk 6 ay sonu itibarıyla 269,6 mn TL seviyesindedir. Diğer yandan Özbal Çelik Boru'nun 20,54 mn TL ödenmiş sermayesi bulunurken, geçmiş yıl zararlarının da etkisiyle toplam özkaynakları negatife dönmüş ve - 3,9 mn TL olmuştur.

Birleşme ve Hisse Değişim Oranının Hesaplaması

Invest AZ olarak, Özbal Çelik Boru'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Erciyas Çelik Boru tarafından devralınması suretiyle, Erciyas Çelik Boru bünyesinde birleşmesi ile ilgili olarak birleşme ve hisse değişim oranı hesaplamasında, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) uyarınca 3 farklı değerlendirme methodu incelenerek değer hesaplanmaya çalışılmıştır.

Buna karşılık, İndirgenmiş Nakit Akımları analizimizde Erciyas Çelik Boru için bulunan 323 mn TL'ye karşılık olarak Özbal Çelik Boru için bu analizimizden pozitif bir sonuç çıkarması sonucunda birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasında bu yöntemden çıkan sonuç dikkate alınmamıştır. Bunun yanında Özkaynak analizine baktığımızda da yine Erciyas Çelik Boru için 269,6 mn TL olan özkaynakların, Özbal Çelik Boru tarafında negatif olması dolayısıyla hesaplamalarımızda bu yöntem de dikkate alınmamıştır. Dolayısıyla hesaplamalarımızda birleşmeye esas değerler olarak Erciyas Çelik Boru için piyasa çarpanları ve Özbal Çelik Boru için de borsa analizimizden çıkan sonuçlar olan Erciyas Çelik Boru için 305.004.776 TL ve Özbal Çelik Boru için bulunan 42.447.773 TL kullanılmıştır.

Birleşmeye Esas Değerler		
(TL)	Erciyas Çelik Boru	Özbal Çelik Boru
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	323,151,182	-7,580,490
Piyasa Çarpanları ve Borsa Analizi	305,004,776	42,447,773
Özkaynak Analizi	269,607,679	-3,856,494

Piyasa Çarpanları ve Borsa Değeri Yöntemi Birleşmeye Esas Değer		
(TL)	Devralan Ortaklık:	Devrolan Ortaklık:
Ödenmiş Sermaye	59,500,000	20,540,000
Birleşmeye Esas Değer	305,004,776	42,447,773
		347,452,550

Birleşme Oranı hesaplanırken, Devralan Ortaklığın birleşmeye esas değerinin, Devralan Ortaklık ve Devrolan Ortaklık birleşmeye esas değerlerinin toplam değerine bölümü ile bulunmaktadır. Buna göre 305 mn TL olan Erciyas Çelik Boru'nun değerinin, iki şirketin toplam değeri olan 347,5 mn TL'ye bölümü ile bulunan **%87,78 oranı birleşme oranı** olarak hesaplanmaktadır. Devralan ortaklığın ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesi ile bulunan 67.780.665 TL de birleşme sonrası sermaye olarak hesaplanmaktadır. Buna göre Erciyas Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 59.500.000 TL, birleşme sonrasında 8.280.665 TL artırırlarak 67.780.665 TL'ye çıkarılacaktır. Artırılacak bu 8.280.665 TL sermayenin de Özbal Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 20.540.000 TL'ye bölünmesi ile bulunan 0,4031 da hisse değişim oranı olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birleşme ve hisse değişim oranının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II.23.2 nolu Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 7. maddesine istinaden adı ve makul olduğu görüşündeyiz.

$$\text{Birleşme Oranı (\%)} = \frac{305.004.776}{305.004.776 + 42.447.773} = \%87,78$$

$$\text{Devralan Ortaklığın Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermayesi} = \frac{59.500.000}{\%87,78} = 67.780.665$$

$$\text{Erciyas Boru Gerekli Sermaye Artırımı} = 67.780.665 - 59.500.000 = 8.280.665 \text{ TL}$$

$$\text{Değişim Oranı (\%)} = \frac{8.280.665}{20.540.000} = \%40,31$$

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişirme Oranı	
Birleşme Oranı	87.78%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	67.780.665
Fiilen Artırılacak Sermaye (TL)	8.280.665
Değişim Oranı	0.4031

Değişim oranı virgülden sonraki altı basamağı ile birlikte 40,314827 % dir.

INVEST AZ
Menkul Değerler A.Ş.

Erciyas Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016	2017/06
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	53,972,905	15,371,102	87,376,493	31,612,728
Finansal Yatırımlar	4,255	4,687	0	80,291
Ticari Alacaklar	52,598,961	157,671,321	83,262,380	159,856,841
Diğer Alacaklar	12,295,916	63,507,212	90,221,415	152,558,427
Stoklar	67,703,244	163,866,889	126,472,573	74,544,232
Reşin Ödenmiş Giderler	4,623,663	29,179,597	14,208,188	26,181,285
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	1,324,478	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	11,847,322	21,757,678	42,940,168	19,268,271
Toplam Dönen Varlıklar	204,370,744	451,358,486	444,481,217	464,102,075
Duran Varlıklar				
Diğer Alacaklar	6,250	11,355	5,979	5,979
Finansal Yatırımlar	9,493,465	10,778,596	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10,467,342	27,600,000	33,011,500	26,011,500
Maddi Duran Varlıklar	64,721,395	77,097,992	130,073,995	126,925,281
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	103,229	148,336	510,272	398,461
Reşin Ödenmiş Giderler	3,227,780	2,312,320	4,312,117	7,350,022
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	171,301	0	0
Toplam Duran Varlıklar	88,019,461	118,119,900	167,913,863	160,691,243
TOPLAM VARLIKLAR	292,390,205	569,478,386	612,395,080	624,793,318
Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016	2017/06
KAYNAKLAR				
Finansal Borçlar	51,158,793	231,835,237	187,154,285	192,106,362
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5,256,173	6,590,560	111,823	123,125
Ticari Borçlar	48,049,320	91,843,926	85,068,306	60,145,155
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	283,942	379,850	1,287,086	1,352,003
Diğer Borçlar	473,238	985,341	2,762,464	5,058,533
Ertelenmiş Giderler	39,960,261	56,125,257	39,455,965	54,250,604
Dönem Kari Vergi Yükümlülükleri	0	3,714,601	2,511,826	1,589,790
Kısa Vadeli Karşılıklar	854,474	1,854,588	7,756,975	1,810,081
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	487,173	341,523	1,728,540	1,484,148
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	146,523,374	393,670,883	327,837,270	317,919,801
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Finansal Borçlar	7,884,260	3,295,280	17,006,324	25,843,315
Uzun Vadeli Karşılıklar	922,607	3,074,451	4,795,620	4,713,242
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	950,787	0	6,268,889	6,709,281
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,757,654	6,369,731	28,070,833	37,265,838
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	59,500,000	59,500,000	59,500,000	59,500,000
Kapsamlı Gelir veya Giderler	1,644,996	21,970,277	69,554,993	65,017,768
Kardan Ayrılan Karşılıkların Yedekler	3,886,798	3,686,798	12,381,420	14,579,924
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	70,050,426	71,277,383	75,586,075	117,178,275
Dönem Kari (Zararı)	1,226,957	13,003,314	39,464,489	13,331,712
Toplam Özkaynaklar	136,109,177	169,437,772	256,486,977	269,607,679
TOPLAM KAYNAKLAR	292,390,205	569,478,386	612,395,080	624,793,318
Net Borç	10,322,066	226,345,288	116,895,939	186,379,783


INVEST
 Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Erciyas Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Erciyas Boru - Gelir Tablosu (TL)	2014	2015	2016	2016/06	2017/06
Net Satışlar	249,209,876	379,681,086	581,967,702	312,656,864	255,544,591
Satışların Maliyeti	-209,172,504	-307,394,868	-465,974,536	-250,706,294	-202,603,950
Brüt Kar	40,037,372	72,286,218	115,993,166	61,950,570	52,940,641
Genel Yönetim Giderleri	-7,533,031	-9,571,127	-10,421,808	-4,747,410	-6,617,992
Pazarlama Giderleri	-32,893,332	-32,899,978	-46,514,635	-26,725,375	-24,410,712
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24,100,379	53,563,319	97,947,514	29,236,819	40,156,964
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-20,293,871	-69,753,859	-55,352,191	-24,360,104	-33,409,146
Esas Faaliyet Karı	3,417,517	13,624,573	101,652,046	36,354,500	28,659,755
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,090,261	11,601,468	7,038,346	833,784	993,043
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-24,369	-115,927	0	0
Finansal Giderlerden Önce Faaliyet Karı	4,507,778	25,201,672	108,574,465	36,188,284	29,652,798
Finansal Gelirler	4,145,946	13,707,065	16,961,385	15,424,108	6,268,569
Finansal Giderler	-6,709,939	-24,021,181	-77,046,552	-24,841,661	-19,136,374
Finansal Gelirler/Giderler Net	-2,563,993	-10,314,116	-60,085,167	-9,217,553	-12,867,805
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar	1,943,785	14,887,556	48,489,298	26,970,731	16,784,993
Vergi Giderleri	-716,828	-1,884,242	-9,024,809	-5,446,070	-3,453,281
Dönem Net Karı	1,226,957	13,003,314	39,464,489	21,524,661	13,331,712
Hisse Başına Kar	0.02	0.22	0.66		
Amortisman Giderleri	6,546,129	7,856,599	8,415,553	4,414,100	4,372,271
FVAÖK (Esas Faaliyet Gelir Gider Dahil)	9,963,646	21,481,172	110,067,599	39,768,600	33,032,026

 INVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Özbal Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016	2017/06
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Finansal Borçlar	32,556,461	29,910,881	36,563,050	41,353,447
Ticari Borçlar	45,724,642	60,421,540	40,107,309	53,112,881
Diğer Borçlar	1,381,662	6,165,948	8,777,540	18,270,350
Borç Karşılıkları	813,705	618,866	478,800	568,674
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,391,061	2,089,767	1,935,790	2,361,039
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	86,867,531	99,207,002	87,862,489	115,666,391
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Finansal Borçlar	22,855,877	18,734,210	9,542,252	3,389,593
Uzun Vadeli Karşılıklar	0	456,522	486,799	508,491
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	355,646	0	0	0
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,211,523	19,190,732	10,029,051	3,898,084
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	20,540,000	20,540,000	20,540,000	20,540,000
Kardan Ayrılan Karşılıklar Yedekler	175,500	175,500	1,449,093	3,366,342
Geçmiş Yıll Karları (Zararları)	-24,825,549	-35,577,187	-47,325,881	-55,246,430
Dönem Karı (Zararı)	-11,803,645	-12,327,258	-6,019,391	-2,372,584
Diğer Özkaynaklar Kalemleri	26,320,365	31,824,573	29,864,939	29,856,178
Toplam Özkaynaklar	10,406,671	4,635,628	-1,491,240	-3,856,494
TOPLAM KAYNAKLAR	120,485,725	123,033,362	96,400,300	115,707,981
Net Borç	53,601,060	45,387,208	45,999,219	42,662,507

Özbal Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016	2017/06
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,811,278	3,257,883	106,083	2,080,533
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	28,227,607	43,683,169	42,272,720	48,194,458
Diğer Alacaklar	1,446,561	481,384	123,528	363,093
Stoklar	25,703,768	19,663,837	6,372,481	17,038,232
Diğer Dönen Varlıklar	13,068,223	8,439,385	2,294,442	4,795,531
Toplam Dönen Varlıklar	70,257,437	75,525,658	51,169,254	72,471,847
Duran Varlıklar				
Diğer Alacaklar	241,056	1,292	877,159	956
Finansal Yatırımlar	0	1,470	62,500	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7,223,924	6,207,695	8,287,106	8,310,000
Maddi Duran Varlıklar	42,538,953	40,110,302	34,466,252	33,348,390
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	117,329	100,447	76,267	76,761
Ertelenmiş Vergi Varlığı	89,475	964,979	1,355,085	1,422,075
Diğer Duran Varlıklar	17,551	121,519	123,992	77,952
Toplam Duran Varlıklar	50,228,288	47,507,704	45,248,361	43,236,134
TOPLAM VARLIKLAR	120,485,725	123,033,362	96,417,615	115,707,981

INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Özbal Boru - Gelir Tablosu (TL)	2014	2015	2016	2016/06	2017/06
Net Satışlar	151,213,656	192,534,316	115,072,528	57,995,290	47,339,462
Satışların Maliyeti	-131,111,389	-164,785,652	-97,064,458	-47,923,931	-44,442,966
Brüt Kar	20,102,266	27,748,664	18,008,070	10,071,359	2,896,496
Genel Yönetim Giderleri	-5,617,567	-5,759,713	-4,222,114	-2,114,941	-1,873,300
Pazarlama Giderleri	-14,412,204	-15,284,275	-8,323,944	-4,547,987	-3,930,819
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14,920,892	10,688,858	15,171,439	5,844,776	5,853,850
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-19,386,148	-18,082,104	-22,938,258	-8,155,458	-3,801,207
Faaliyet Karı	-4,392,761	-688,570	-2,304,807	1,097,749	-854,980
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,521,379	664,404	6,307,509	848,181	888,341
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0	0	-11,719
Finansal Giderlerden Önce Faaliyet Karı	-2,871,382	-24,166	4,002,702	1,945,930	21,642
Finansal Gelirler	0	0	0	214,192	0
Finansal Giderler	-10,094,820	-13,144,110	-10,385,330	-2,260,442	-2,463,049
Finansal Gelirler/Giderler Net	-10,094,820	-13,144,110	-10,385,330	-2,046,250	-2,463,049
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar	-12,966,202	-13,168,276	-6,382,628	-100,320	-2,441,407
Vergi Giderleri	1,162,557	841,018	363,237	162,633	68,823
Dönem Net Karı	-11,803,645	-12,327,258	-6,019,391	62,313	-2,372,584
Hisse Başına Kar	-0.57	-0.60	-0.29	0.00	-0.12
Amortisman Giderleri	1,889,346	2,574,641	2,523,434	1,291,664	1,214,350
FVAÖK (Esas Faaliyet Gelir Gider Dahil)	-2,503,415	1,886,071	218,627	2,389,413	369,370

INVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Beyan, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

- Invest AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14/07/2003-18/07/2003 tarih ve 2003/34 sayılı Kurul Haftalık Bülteni'nde ilan edilmiş olan, Kurul'un 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen değerlendirme hizmetini verebilme niteliklerine sahip olduğumuzu beyan ederiz.
- Yapılan değerlendirme çalışmasında, genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Çalışmamızda, Şirket'in faaliyetleri yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uyduğu kabul edilmiş, bu konuda ayrıca bir inceleme yapılmamıştır.
- Şirket'in aktifleri konusunda, son açıklanan finansal raporlarında belirtilen durumlar dışında herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiş, bunun için ayrıca bir çalışma yürütülmemiştir.
- Değerleme esnasında, Şirket'in yayınlanmış olan denetimden geçmiş finansal verilerinin yanında Şirket yöneticilerinden alınan veriler ve tahminler kullanılmıştır. Verilerin ve tahminlerin ile beraber şirketin ürettiği ürünler, sahip olduğu sertifikalar, üretim teknikleri, kapasite bilgileri gibi tarafımıza sağlanan verilerin doğruluğu konusunda ayrıca bir çalışma yürütülmemiştir. Şirket Yönetimi tarafından sunulan bilgiler için sorumluluk kabul edilmemektedir, söz konusu bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmaktadır.
- Bu rapor sadece Erciyes Çelik Boru Sanayi A.Ş.'nin Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş. ile birleşmesi konusunda birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanması konusunda görüş belirtmek için hazırlanmış olup başka hiçbir amaçla kullanılamaz.
- Buradaki piyasa değeri çalışmaları, söz konusu varlıkların bu raporda özellikle belirtilmiş olan değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacı taşımamaktadır. Piyasa şartlarındaki değişiklikler, değer önerilerinin belirtilen değerlendirme tarihindeki değerlerden önemli ölçüde farklı olmasına neden olabilir. Çalışmamız, yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalarda veya ekonomik koşullarda beklenmeyen keskin yükseliş veya düşüşlerin muhtemel etkilerini içermemektedir.



INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.