

YÜKSELEN ÇELİK A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

4 Kasım 2019

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	6
4	Görüş	9

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Yükselen Çelik A.Ş. ("Yükselen Çelik" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım'ın hazırladığı 17 Ekim 2019 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	7-8 Kasım 2019
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	30.500.000 TL
Halka Arz Oranı	%29,58
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılığın Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	12.810.000
Taahhütler	- İhraççının Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artışı yapılmamasına ve dolaşımdaki pay miktarının artırılmamasına; bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik yeni bir karar alınmamasına - Şirketin halka açık kısım harici mevcut pay sahiplerinin, sahip oldukları ortaklık paylarını Borsa'da işlem görecekt payların tekrar alınıp satılması durumu hariç, bir yıl süreyle borsada satmayacaklarına ve borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceğine ilişkin taahhüt verilmektedir.
Fiyat	5,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69.174.000 TL

Kaynak: Gedik Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Yüksel Göktürk	14.335.000	47,0	14.335.000	33,1
Barış Göktürk	9.150.000	30,0	9.150.000	21,1
Burak Göktürk	6.100.000	20,0	6.100.000	14,1
Ferhan Göktürk	915.000	3,0	915.000	2,1
Halka Açık	-	-	12.810.000	29,6
TOPLAM	30.500.000	100,0	43.310.000	100,0

Kaynak: Gedik Yatırım

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Yükselen Çelik A.Ş., 1954 yılından bu yana demir çelik sektöründe faaliyet gösteren Göktürk Grup tarafından 1976 yılında kurulmuştur. Vasıflı Çelik sektörü kuruluşlarından biri olan Yükselen Çelik; makina, kalıp, otomotiv, savunma ve imalat sanayilerinde kullanılan takım, alaşımlı, karbon ve yapı çeliği alanlarında faaliyet göstermektedir.

Şirketin ana ürünleri karbon çeliği, alaşımlı çelik ve takım çeliğidir. Şirketin 2019/06 dönemi itibarıyla toplam cirosu 75 milyon TL seviyesinde olup, söz konusu cironun %44,5'i karbon çeliği, %24,7'si alaşımlı çelik ve %30,7'si takım çeliğinden oluşmaktadır. Şirketin 2018 yılı cirosu ise 124 milyon TL düzeyindedir.

Merkezi Esenyurt/İstanbul'da bulunan Şirketin İzmir ve Ümraniye/İstanbul'da ofisleri mevcuttur. Kendi ürünlerinin yanı sıra bayisi olduğu şirketlerin ürünlerinin satışını gerçekleştiren Şirket, DSS (Ukrayna), Poldi (Çek Cumhuriyeti), Energietechnik (Almanya) ve Toolgo (Çin) markalarının Türkiye distribütörüdür.

Şirket, halka arz gelirinin kullanım alanı olarak aşağıdaki planlamayı sunmuştur:

- 1) %40: İşletme sermayesinin güçlendirilmesi
- 2) %30: Yatırım finansmanı ve demirbaş alımları
- 3) %30: Finansal borçların ödenmesi

3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından Gedik Yatırım'ın hazırladığı 17 Ekim 2019 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Bu yöntemle göre Şirket'in değeri, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin çarpanları dikkate alınarak tespit edilmiştir. Yurtiçi şirketler belirlenirken, BİST Metal Ana Endeksi'nde yer alan ve Yükselen Çelik ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketler kullanılmıştır. Bu kapsamda hesaplamalara Borusan Mannesmann, Burçelik, Çelik Halat, Demisaş Döküm, Dökaş Dökümcülük, Erbosan, Sarkuysan ve Tuğçelik firmaları dahil edilmiştir.

Yurtdışı benzer şirketler ise Voestalpine AG, Allegheny Technologies, Daye Special Steel Co, Baoshan Iron&Steel Co., Sandvik AB, Schmolz+Bickenbach AG, Bharat Forge Ltd., Jindal Saw Ltd., Ramkrishna Forgings Ltd., MM Forgings Ltd., Welspun Corporation Ltd., Nemak SAB de CV, Jindal Stainless Ltd. ve Tubacex SA olarak belirlenmiştir.

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki gibi şekillenmiştir:

Tablo 3 BİST Benzer Şirketler

Çarpanlar	FD/FAVÖK
Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları (Son 12 Ay)*	6,75
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları (Son 12 Ay)*	6,74
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları (2019 T)**	6,62

*Son 12 ay FAVÖK rakamları dikkate alınmıştır.

**2019 yılsonu tahmini FAVÖK rakamları dikkate alınmıştır.

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirketin yatırım amaçlı tutulan gayrimenkulünün 23.07.2019 tarihli bağımsız gayrimenkul değerlendirme raporuna göre pazar değeri 27.465.000 TL olarak belirlenmiştir. Özsermaye değeri hesaplanırken söz konusu taşınmazın pazar değeri %30 oran ile iskonto edilerek eklenmiş ve nihai özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Buna göre, Yükselen Çelik'in yukarıdaki tabloda belirtilen ortalama rasyolara göre hesaplanan özsermaye değeri aşağıdaki gibidir.

Tablo 4 Çarpan Analizi Sonuçları

Veriler	Özsermaye Değeri (TL)
Yurtiçi Ortalama	214.232.954
Yurtdışı Ortalama	212.955.977
Ortalama (%50-%50)	213.594.465
Pay Başına Özsermaye Değeri	7,00

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- Projeksiyon süresi 10 yıl olup, 2019-2028 dönemini kapsamaktadır.
- Toplam 37 stok kodundan oluşan ürünlerin her birinin miktarsal büyümeleri Yükselen Çelik yönetiminin öngörülerini doğrultusunda belirlenmiş, her bir ürünün birim fiyatları ise Gedik Yatırım'ın yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır.
- Satışların maliyeti projeksiyonları 37 stok grubu 11 ana ürün ve diğer grubu olmak üzere 12 ürün grubu bazında oluşturulmuştur. 12 ana ürün için brüt kar marjı 2020-2023 yılları arasında %0,3 oranında artırılmış, kalan yıllarda sabit tutulmuştur.
- Faaliyet giderleri, satışların büyümesiyle orantılı olarak artırılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesi hesaplamasında, Şirket'in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri kullanılmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti belirlenirken risksiz getiri oranı olarak, Türkiye'deki TL cinsi gösterge tahvil piyasası ve yaşanan dalgalanmalar dikkate alınarak mevcut 10 yıllık tahvilin %15,5 getirisinin 0,5 puan üzeri olan %16 kullanılmıştır.
- Hisse senedi pazarı risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Şirketin borçlanma maliyeti %20 olarak dikkate alınmıştır.
- Şirketin sermaye yapısı ile ilgili olarak 2019 yılı ilk 6 ay mali tablolarındaki %48,90 seviyesindeki borç oranı kullanılmıştır.
- Beta değeri 1 olarak hesaba dahil edilmiştir.
- Terminal büyüme oranı 2028 sonrası için %6 olarak dikkate alınmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı için mevcut yönetmeliklere paralel olarak 2019 ve 2020 yılları için %22, sonraki yıllar için %20 kullanılmıştır.

Tablo 5 İNA Yöntemi - Sonuç

Firma Değeri (TL)	Net Finansal Borç (TL)	Gayrimenkul Değeri (TL) (%30 iskonto ile)	Özsermaye Değeri (TL)	Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)
272.835.402	43.959.820	19.225.500	248.101.082	8,13

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3. Sonuç

Gedik Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

kullanılarak Piyasa Değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılmak suretiyle nihai Piyasa Değerine ulaşılmıştır.

Tablo 6 Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

mn TL	Piyasa Değeri	Pay Başına Değer
Piyasa Çarpanları Yöntemi	213.594.465	7,00
İNA Yöntemi	248.101.082	8,13
Piyasa Değeri	230.847.774	7,57

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı **7,57 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz iskontosu (**%28,65**) sonrası fiyat **5,40 TL** olarak belirlenmiştir.

4 Görüş

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Piyasa çarpanları yönteminde hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketlerin dikkate alınmasının yerinde olduğunu düşünüyoruz.
- Yurtiçi benzer şirketlerin belirlenmesinde BİST Metal Ana Endeksi'nde yer alan şirketlerin kullanılması ve bunlardan yalnızca Yükselen Çelik ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketlerin kullanılması makuldür.
- Yurtdışı benzer şirketler belirlenirken farklı coğrafyalardan geniş bir firma grubuna yer verilmesini uygun buluyoruz.
- FD/FAVÖK çarpanını esas almak doğru bir yaklaşımdır.
- Bununla birlikte, değerlendirme sırasında benzer şirketlerin çarpanlarının ortalamasından ziyade medyan değerinin kullanılmasının, uç değerlerin etkisini azaltması açısından daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Fiyat tespit raporunda bahsi geçen yurtiçi ve yurtdışı firmaların FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması suretiyle hesaplanan özsermaye değerlerine aşağıda yer verilmiştir. Bu durumda hesaplanan değer ile fiyat tespit raporunda ulaşılan değer birbirine yakın olduğu anlaşılmaktadır.

Çarpanlar	FD/FAVÖK (Medyan Değer)
Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları (Son 12 Ay)*	5,21
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları (Son 12 Ay)*	7,35
Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları (2019 T)**	8,40

*Son 12 ay FAVÖK rakamları dikkate alınmıştır.

**2019 yılsonu tahmini FAVÖK rakamları dikkate alınmıştır.

Kaynak: Bloomberg (30.10.2019)

Veriler	Özsermaye Değeri (TL)
Yurtiçi Ortalama	158.515.009
Yurtdışı Ortalama	257.400.387
Ortalama (%50-%50)	207.957.698
Pay Başına Özsermaye Değeri	6,82

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Projeksiyon süresinin 10 yıl olarak belirlenmesi olumlu olarak değerlendirilmiştir.
- Satışların projeksiyonu yapılırken her bir ürün grubunun ayrı ayrı değerlendirilerek miktar ve fiyat tahmini yapılması uygun bulunmuştur.
- Faaliyet giderlerinin satışla orantılı olarak artırılması, net işletme sermayesi hesaplanmasında ise son 2 yılın ortalama gün sayılarının baz alınması makul olarak değerlendirilmiştir.

- AOSM hesaplanırken;
 - Risksiz faiz oranı için, gösterge faiz oranı üzerine 0,5 puan eklenerek muhafazakar bir yaklaşım benimsenmesi olumlu bulunmuştur.
 - Borç katsayısı hesaplanırken, şirketin mevcut borçluluk oranları kullanılmıştır. Bunun yerine, şirketin hedef borçluluk rasyosunun kullanılması daha uygundur.
 - Beta katsayısı olarak 1 kullanılmış olup, bunun yerine faaliyet konusu Yükselen Çelik'e en çok benzeyen şirketlerin beta katsayılarından faydalanılarak bir beta değerine ulaşmanın daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.

3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, Fiyat Tespit Raporu'nda ulaşılan 5,40 TL'lik halka arz birim fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.