

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan BMS Birleşik Metal Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### BMS Birleşik Metal Sanayi A.Ş. Halka Arz Bilgileri

BMS Birleşik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	BMSTL
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	21-22 Nisan 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.525.000 TL
Ortak Satışı	4.350.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	36.525.000 TL
Halka Açıklık Oranı	29,77%
Talep Toplama Fiyatı	17,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	190.312.500 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	525.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	639.187.500 TL
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Fiyat istikrarı payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 ay olarak planlanmaktadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	10,29
FD/FAVÖK1 2021Ç3	8,11
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	7,31
PD/DD 2021Ç3	2,76

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	12,53
FD/FAVÖK1 2021Ç3	8,11
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	7,31
PD/DD 2021Ç3	2,10

\*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

## Özet Bilgi

- Şirket 1908 yılında İstanbul'da kurulmuş olup 1909 yılında unvan ve faaliyet konusu değişikliği ile BMS Birleşik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak demir çelik sektöründe faaliyetlerine başlamıştır. Şirket kuruluşunun ilk yıllarında "her türlü inşaat demiri" alım ve satımı yapmıştır. 2012 yılında üretim faaliyetlerine başlayan Şirket düşük ve yüksek karbonlu kaplamalı veya kaplaması/ tel üretiminde bulunmaktadır. Ana ürün gruptan; galvanizli çelik tel, çinko alüminyum kaplamalı çelik tel (ZincAlu Kaplamalı Tel), çelik halat ve tavlı çelik tel. Şirket bu ürünleri 0.75mm-10mm çap aralığında üretme kapasitesine sahiptir. Geniş çap aralığı kapasitesi sayesinde müşterilerin yapılan işlerine göre değişen farklı çaplardaki ürün taleplerinin karşılanması kolaylaşmakta olup farklı sektörlerdeki satış imkanının sağlanmasının yanında aynı sektörde yeni pazar fırsatları yaratılmaktadır.
- Şirket 1998 yılında OMT Lojistik Hizmetleri Ticaret A.Ş. unvanıyla İstanbul'da kurulmuştur. 1999 yılında ise unvan ve faaliyet konusu değişikliği ile BMS Birleşik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak demir çelik sektöründe faaliyetlerine başlamıştır. Kuruluşunun ilk yıllarında sadece ticari mal alım satımı yapmıştır. 2012 yılında ise Kocaeli Dilovası Makine ihtisas Organize Sanayi Bölgesinde satın aldığı ve üzerine 10.000 m2 kapalı alan inşa ettiği toplam 20.000 m2 alan üzerinde galvanizli tel üretim tesisini faaliyete geçirmiştir Şirket tek hat ile 30.000 ton yıl kapasite ile 0.80 mm- 4 mm arasında ortalama 2.5 mm yalnızca düşük karbon kaplamalı tel Üretimine başlamıştır. Üretim faaliyetinin ilk yıllarında ticari tel diye tanımlanan, daha çok çevre kurma ve güvenlik sektörüne yönelik tel üretilmeye başlanmıştır.
- Şirket 2014 yılına gelindiğinde enerji sektörüne yönelik galvanizli çelik tel üretmeye başlamıştır. Bu tarihten itibaren bir yıl sonra Şirket'in üretiminin %50'den fazlası enerji sektörüne yönelik galvanizli çelik tel olmuş ve aynı yıl Şirket, tüm ürünlerinin %75'ini ihraç etmiştir. Şirket enerji sektöründeki ürün gamını genişletmek amacıyla 2016 yılında ise yeni bir galvaniz çelik tel üretim hatlı yatırımı katarak 42.000 ton yıl kapasite ile çapları 1.2 mm- 10 mm arasında değişen ürünlere yönelik olarak ikinci hattını devreye sokmuştur. Bu yatırımla beraber düşük ve yüksek karbonlu galvanizli çelik tel üretimi beraber yapılmaya başlanmıştır. Bu yatırımı ile Şirket 'in paketleme ünitesi, sürekli makinelerde uzun süre, sürekli çalışmayı sağlayan ağır kangallar üretilebilir hale gelmiştir. Böylelikle Şirket'in hizmet verilen Pazar hacmi genişlemiş ve üretim çap aralığı ise 0.75 mm-10 mm arasına yükselmiştir. Bu yatırım ile enerji sektörüne yapılan satışların payı %75'e yükselerek Avrupa, Afrika ve Orta Doğu pazarına yönelik satışlar başlamıştır.2018 yılında Ar-Ge yatırımlarına önem vermeye başlayan Şirket, ikinci hattın getirmiş olduğu kapasite artışıyla da birlikte çinko alüminyum kaplamalı çelik tel (ZincAlu kaplamalı çelik tel) üretimini başlatmıştır.2020 yıl sonunda tüm dünyada etkisini gösteren Covid-19 pandemisi sebebiyle yaşanan sevkiyat problemleri nedeniyle Şirket'in satışlarında olumsuz bir seyir gözlemlenmiştir. Pandeminin uluslararası ticaretteki etkisinin azalması ile Şirket'in ton bazında satışlarında iyileşmeler meydana gelmiş ve satışlarında artış yaşanmıştır. 2021 yıl sonu itibarıyla tüm kıtaları kapsayan toplam 45 ülkeye ihracat yapan bir Şirket haline gelmiştir. İhracatın ağırlığı ise Avrupa., Kuzey ve Güney Amerika kıtalarına olup, ihracatın en yüksek olduğu ülkeler İspanya, İngiltere, Kanada, Fransa, Hollanda, Almanya, Finlandiya, Brezilya, Portekiz ve Mısır'dır. 2021 yıl sonu itibarıyla Şirket satışlarının %75,56'sını ihraç edebilen, geri kalan kısmın da Türkiye'de faaliyet gösteren Sanayi şirketlerine satan bir seviyeye ulaşmıştır.

### Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket'in sermaye artırımı yolu ile ihraç edilecek yeni paylarının halka arzından elde edilecek fonun, halka arz giderleri düşüldükten sonra kalan kısmına ilişkin planlanan kullanım yerleri aşağıdaki gibidir:

- %20-%30'u üretim faaliyetlerinin artırılması amacıyla planlanan makine yatırımlarının finansmanı için kullanılmasına,
- %20-%30'u oranındaki tutar finansal yapıyı güçlendirmek amacıyla borçlarının bir kısmının kapatılmasında kullanılmasına,
- %45-%55'u oranındaki tutar, ihtiyaç duyulacak işletme sermayesinin finansmanında kullanılmasına,

### Ortaklık Yapısı

BMS Birleşik Metal Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Ahmet Rauf Mollaoğlu	10.000.000	33,3%	8.550.000	23,41%
Mustafa Zontur	10.000.000	33,3%	8.550.000	23,41%
Ali Zontur	10.000.000	33,3%	8.550.000	23,41%
Halka Açık	-	-	10.875.000	29,77%
<b>Toplam</b>	<b>30.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>36.525.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Mali Tablolar

BMS Birleşik Metal Gelir Tablosu (TL)			
	2019	2020	2021
Hasılat	253.064.438	280.636.883	555.273.247
Yıllık Değişim		10,9%	97,9%
Satışların Maliyeti (-)	-226.399.165	-237.971.106	-420.214.465
Yıllık Değişim		5,1%	76,6%
<b>Brüt Kârı/Zararı</b>	<b>26.665.273</b>	<b>42.665.777</b>	<b>135.058.782</b>
Yıllık Değişim		60,0%	216,6%
Brüt Kar Marjı	10,5%	15,2%	24,3%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.553.182	-9.386.713	-12.877.554
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-16.061.757	-17.998.577	-39.499.683
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>3.050.334</b>	<b>15.280.487</b>	<b>82.681.545</b>
Yıllık Değişim		400,9%	441,1%
Faaliyet Kar Marjı	1,2%	5,4%	14,9%
Amortisman	6.287.031	7.989.493	10.967.409
<b>FAVÖK1</b>	<b>9.337.365</b>	<b>23.269.980</b>	<b>93.648.954</b>
Yıllık Değişim		149,2%	302,4%
FAVÖK1 Marjı	3,7%	8,3%	16,9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	9.433.236	46.490.383	92.796.721
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-4.758.585	-29.657.250	-82.460.300
<b>Esas Faaliyet Kârı/Zararı</b>	<b>7.724.985</b>	<b>32.113.620</b>	<b>93.017.966</b>
Yıllık Değişim		315,7%	189,7%
<b>FAVÖK2</b>	<b>14.012.016</b>	<b>40.103.113</b>	<b>103.985.375</b>
Yıllık Değişim		186,2%	159,3%
FAVÖK2 Marjı	5,5%	14,3%	18,7%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5.752.026	5.976.282	6.417.768
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-2.108.138	-1.047.253	-17.557.782
<b>FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KÂRI/ZARARI</b>	<b>11.368.873</b>	<b>37.042.649</b>	<b>81.877.952</b>
Finansman Gelirleri (+)	27.816.033	27.981.741	96.302.845
Finansman Giderleri (-)	-54.238.234	-61.347.004	-116.532.126
<b>VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI</b>	<b>-15.053.328</b>	<b>3.677.386</b>	<b>61.648.671</b>
Dönem Vergi Geliri/Gideri	0	-837.228	-11.258.773
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	3.262.165	99.546	620.101
<b>DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	<b>-11.791.163</b>	<b>2.939.704</b>	<b>51.009.999</b>

<b>BMS Birleşik Metal Bilanço (TL)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>139.377.936</b>	<b>152.290.807</b>	<b>318.659.387</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.073.715	7.384.272	36.470.877
Ticari Alacaklar	52.362.822	49.773.229	97.664.201
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	5.521.440	240.183	26.949
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	46.841.382	49.533.046	97.637.252
Diğer Alacaklar	35.061.116	34.708.827	30.059.407
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	32.893.026	31.354.997	7.327.122
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	2.168.090	3.353.830	22.732.285
Stoklar	43.171.704	41.349.771	132.568.355
Peşin Ödenmiş Giderler	7.401.334	11.603.437	2.896.020
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	30.586	837.228	11.258.773
Diğer Dönen Varlıklar	276.659	6.634.043	7.741.754
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>123.838.912</b>	<b>152.866.412</b>	<b>285.774.846</b>
Diğer Alacaklar	506.069	6.071	6.073
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	506.069	6.071	6.073
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	4.467.933	4.487.299	2.992.500
Maddi Duran Varlıklar	108.301.904	135.426.280	258.301.708
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.268.099	2.613.754	4.431.920
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	278.952	490.748	626.618
Peşin Ödenmiş Giderler			569.842
Ertelenmiş Vergi Varlığı	8.015.955	9.842.260	18.846.185
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>263.216.848</b>	<b>305.157.219</b>	<b>604.434.233</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

<b>KAYNAKLAR</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>142.864.025</b>	<b>186.492.763</b>	<b>321.502.600</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	71.214.177	87.342.884	109.678.952
<i>Banka Kredileri</i>	71.211.783	87.337.937	109.673.891
Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.394	4.947	5.061
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	49.225.933	57.544.807	76.621.833
<i>Banka Kredileri</i>	36.419.645	39.068.527	59.635.921
<i>Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	12.776.284	18.419.670	16.869.050
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	30.004	56.610	116.862
Ticari Borçlar	14.522.072	12.185.274	105.355.239
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	14.522.072	12.185.274	105.355.239
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamı Borçlar	1.152.636	1.341.234	1.517.070
Diğer Borçlar	3.398.198	11.862.042	5.463.891
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	3.033.363	3.211.212	740
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	364.835	8.650.830	5.463.151
Ertelenmiş Gelirler	2.821.940	14.875.332	10.817.642
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		837.228	11.258.773
Kısa Vadeli Karşılıklar	529.069	503.962	789.200
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	453.617	329.809	410.465
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	75.452	174.153	378.735
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>88.771.738</b>	<b>76.506.582</b>	<b>92.944.803</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	87.145.531	74.605.833	85.046.541
Banka Kredileri	57.095.545	45.080.910	65.778.639
Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	27.622.161	27.155.380	17.015.242
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.427.825	2.369.543	2.252.660
Ticari Borçlar			569.855
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>			569.855
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.375.127	1.755.495	2.073.013
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	1.375.127	1.755.495	2.073.013
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	251.080	145.254	5.255.394
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>231.635.763</b>	<b>262.999.345</b>	<b>414.447.403</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>31.581.085</b>	<b>42.157.874</b>	<b>189.986.830</b>
Ödenmiş Sermaye	8.475.600	8.475.600	30.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-44.946	-34.364	152.447
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları Kayıpları</i>	-44.946	-34.364	152.447
<i>Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları Azalışları</i>			39.744.736
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	21.095.867	28.722.370	84.853.796
Kardan ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	221.471	221.471	453.024
Geçmiş Yıllar Kar Zararı	13.624.256	1.833.093	-16.227.172
Net Dönem Karı/Zararı (-)	-11.791.163	2.939.704	51.009.999
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>263.216.848</b>	<b>305.157.219</b>	<b>604.434.233</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Garanti Yatırım BMS Birleşik Metal'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. BMS Birleşik Metal'in özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz. Ancak, İNA metodu kullanılırken geçmiş verilerin kullanılmamasını bir eksiklik olarak addediyoruz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından BMS Birleşik Metal'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpımına ek olarak yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat bu çarpanlar İD/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır. İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve Pazar katılımcıları (Borsa'da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu dikkate değer bulunmuştur.
- Faaliyet gösterilen demir çelik sektöründe şirketlerin duran varlık yatırımları hem tutar olarak hem de zamanlama açısından farklılıklar gösterebilmektedir. Bu durum benzer şirketlerin farklı seviyelerde amortisman giderlerine sahip olmalarına yol açmaktadır. Nakil olmayan amortisman giderlerinin faaliyet kan üzerindeki etkisini dikkate alması sebebiyle İD/FVÖK çarpanı değerlendirilmede tercih edilmemiştir.
- Değerleme çalışması kapsamında incelenen benzer şirketler arasında BMS Tel gibi ağırlıklı olarak çelik tel üreten firmaların yanında, demir çelik sektöründe faaliyet gösteren şirketler de bulunmaktadır. Aynı alt sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında dahi kar marjları açısından farklılıklar olabilmektedir. Bunun sonucu olarak şirketler belli bir faaliyet kan seviyesine çok farklı hasılat rakamlarıyla ulaşabilmektedir. Bu sebeple İD/ Net Satışlar çarpanı değerlendirilmede tercih edilmemiştir.
- Benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği (ilkeler ve bu ülkelerdeki vergilendirme esasları farklılıklar göstermektedir. Ayrıca farklı ülkelerdeki farklı şirketler farklı fonluma alternatifleri üzerinden ciddi değişkenlik gösteren finansman koşulları altında operasyonlarına devam etmektedir. Şirketlerin net kulan ve dolayısıyla özkaynakları üzerinde doğrudan etkisi olan bu durum, benzer şirketlerin F/K ve PD-DD çarpanları üzerinden karşılaştırılmasını güçleştirmektedir. Bu sebeple F/K ve PD/DD çarpanları değerlendirilmede tercih edilmemiştir.
- Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 28.03.2022 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 31 Aralık 2021 itibarıyla son 12 ay finansal serileri kullanılmıştır.

### Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmasının sebebi; istatistiki metodoloji uyarınca medyan değerinin 30 ve üzeri örneklem kümesinde anlamlı olmasındandır. Seçilmiş şirket çarpan sayısı 30'un altında olması nedeniyle ortalama değer kullanılmıştır. Benzer yurtiçi çarpanlar arasında İD / FAVÖK için Burçelik Bursa ve Burçelik Vana şirketleri uç değer olmaları. Erbosan Erciyes ve Erciyes Çelik'in mevcut faaliyet alanlarının BMS Tel ile uyuşmaması sebebiyle çarpan analizinde ortalama hesabına dahil edilmemiştir. Ereğli Demir ve Çelik, İskenderun Demir ve Çelik ve Kardemir Karabük Demir Çelik'in dahil edilmeme sebebi ise bu şirketlerin Türkiye'nin toplu üretim yapan büyük sanayi kuruluşları olması ve yoğun sermaye ihtiyaçları bulunan bu şirketlerin FAVÖK tutarlarının serbest nakit akımına dönme oranlarının görece olarak düşük olmasındandır. Ayrıca işletme yaşam döngüsü açısından değerlendirildiğinde bu şirketler uzun yıllandır faaliyette bulunan olgunlaşmış şirketler iken; BMS Tel büyüme evresindeki bir şirket olması ile de ayrılmaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Değeri (mn USD)	İşletme Değeri (mn USD)	FAVÖK (mn USD)	İD/NET Satışlar	İD/FVÖK	İD/FAVÖK
Çelik Haslat ve Tel Sanayi A.Ş.	20	29	5	0,4	8,2	5,7
Ayes Çelik Hasır ve Çit Sanayi A.Ş.	19	28	11	0,2	2,6	2,5
Bms Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	17	16	4	0,3	4,2	4,0
Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	254	445	67	0,5	13,0	6,7
Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayi A.Ş.	17,0	49,0	23,0	4,4	0,0	0,9
Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11,0	42,0	0,0	5,8	62,2	41,9
Çemtaş Çelik makine Sanayi ve Ticaret A.Ş.	144	133	57	0,8	2,4	2,3
Erbosan Erciyes Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	153	165	37	4,1	4,6	4,4
Erciyes Çelik Boru Sanayi A.Ş.	218	290	26	2,4	4,6	11,1
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları A.Ş.	7.824	7.536	3.050	1,0	2,7	2,5
Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	20	19	1	1,0	44,1	15,8
Demisas Döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş.	28	40	9	0,5	5,5	4,4
İskenderun Demir Çelik Sanayi A.Ş.	5.334	5.080	1.576	1,2	3,5	3,2
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	216	480	155	0,4	3,6	3,1
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	1.140	955	570	1	2	2
<b>Ortalama</b>						<b>5,6</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı	(bin USD)
31.12.2021 Gerçekleşen BMS Tel FAVÖK	11.758
Çarpan	5,6
İşletme Değeri	65.305
Net Borç	18.099
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>47.206</b>

### Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurtdışı çarpan analizinde Benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD / FAVÖK çarpanları uç değer olan ve veya piyasa/Şirket değeri BMS Tel'in değerlerinden çok yukarıda olan Gerdau S.A. Anyang Iron and Steel, JSW Steel, Hankuk Steel, Hua Eng Wire, United Wire, Dae Chang Steel, Jeil Steel ve Xinyu Iron çarpanları ortalamaya dahil edilmemiştir.



Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Değeri (mn USD)	İşletme Değeri (mn USD)	FAVÖK (mn USD)	İD/NET Satışlar	İD/FVÖK	İD/FAVÖK
NV Bekanert SA	2.250	2.872	750	0,5	8,9	3,8
Gerdau S.A	10.158	11.925	3.751	0,8	14,3	3,2
Kiswire Ltd.	439	661	154	0,5	73,2	4,3
Anyang Iron and Steel Co Ltd	1.449	1.821	620	0,2	10,3	2,9
JSW Steel Limited	22.740	29.089	8.015	1,8	9,0	3,7
Golik Holdings Limited	77	183	37	0,4	7	5
Hankook Steel Wire Co Ltd	440	219	20,0	1,2	43,9	11,2
Hua Eng Wire & Cable Co Ltd	336	430	34,0	1,1	70,4	12,5
Hubei Fuxing Science and Technology Co Ltd	697	2.259	241	1,2	16,2	9,4
Citic Pasific Special Steel Group Co Ltd	14.502	15.810	2.200	1,0	12,4	7,2
Hyundai Steel Company	4.407	13.221	3.401	0,7	178,0	3,9
SeAH Holdings Corporation	353	2.108	388	0,4	131,7	5,4
China Steel Corporation	21.493	28.129	4.141	1,7	275,1	6,8
Song Ho Industrial Co Ltd	69,0	90,0	14,0	0,9	12,6	6,5
United Wire Factories Company	260,0	226,0	17,0	0,9	10,8	13,6
DaeChang Steel Co Ltd	71,0	147,0	9,0	0,7	100,4	17,2
Jeil Steel Mfg Co Ltd	71,0	89,0	7,0	1,3	27,9	13,1
Kobe Steel Ltd	1.985	8.940	1.755	0,5	97,5	5,1
Liuzhou Iron & Steel Co Ltd	1.981	8.058	947	0,6	25,4	8,5
Tree Island Steel Ltd	157	163	44	0,7	17,5	3,7
Tycoons Group Enterprise Co Ltd	223	341	44	0,9	81,3	7,8
Xinyu Iron & Steel Co Ltd	2.722	2.712	966	0,2	3,558	3
<b>Ortalama</b>						<b>6,0</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı	(bin USD)
31.12.2021 Gerçekleşen BMS Tel FAVÖK	11.758
Çarpan	6,0
İşletme Değeri	70.023
Net Borç	18.099
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>51.924</b>

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2028 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket'in gelecekteki temel üretim odağı, kâr marjı daha yüksek ürünlere yönelmektir. Bu sebeple Şirket galvanizli tel üretiminin bir kısmını Zincalu tel ve çelik halat üretimlerine kaydırmayı planlamaktadır. Şirket bu doğrultuda 2022-2024 üretim kompozisyonunu değiştirerek toplam üretim miktarını çap ortalamasına bağlı olarak artırmaktadır. Şirket 2024 yılı sonrasında üretim miktarını ise verilerini Wordsteel.org'un sağlamış olduğu dünya demir çelik sektörünün son 10 yıllık ortalama büyümesi olan %2,77 oranını göz önünde bulundurarak hesaplamıştır. Şirket'in mevcut kurulu kapasitesi ve yatırım sonrası kapasitesi ile ilgili yıllarda gerçekleşen satış hacimleri göz önünde bulundurularak kapasite kullanım oranı hesaplanmış ve bu oran satış tahminlerinde kullanılmıştır. Şirket'in mevcut kapasitesine göre ilgili yıllarda gerçekleşen satışların oranı 2019 yılında %69, 2020 yılında %64 ve 2021 yılında %72 olarak gerçekleşmiştir. Bu kapasite kullanım oranları 2023 yılından itibaren %3 oranında artırılmıştır. Dünya demir çelik sektörü büyümesi olan 2.77% oranı yerine %3 oranının tercih edilmesinin sebebi ise Türkiye demir çelik sektörünün 2020 yılında %6 ve 2021 yılında %13 büyüyerek pozitif ayrışmasıdır. Her bir ürün bazında şirketin satış hacmi varsayımları toplam satış hacmine oranlanarak tüm ürünlerin satış hacmi içerisindeki oranları bulunmuştur. Bu oranlar projeksiyon dönemi boyunca kullanılmış olup varsayılan yeni kapasite kullanım oranları sayesinde hesaplanan tahmini toplam satış hacminde uygulanarak ürün bazında kısımlar elde edilmiştir.
- **Faaliyet Giderleri:** pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Pazarlama satış ve dağıtım giderleri ise nakliye ve ihracat giderleri, personel giderleri ve diğer giderlerden meydana gelmektedir. Şirket'in nakliye ve ihracat giderleri tahmini için geçmişe dönük gerçekleşen yıllarda TL bazında her bir satılan ürün miktarına ait nakliye ve ihracat gideri tutarı hesaplanmıştır. Bu tutar ise TL enflasyon beklentisiyle büyütülerek projeksiyon dönemi boyunca tüm varsayımlar tahmin edilerek ilgili yıla ait USD döviz kuru tahmini ile çevrilmiştir. Personel giderleri ise toplam ücret TL bazında aylık maaş beklentisinin enflasyon oranında büyütülmesiyle beyaz yaka sayısının Şirket'in öngörüsüyle geçmiş yıllardaki gibi 41 kişi olarak kalmasıyla ve çalışma saatlerinin de aynı şekilde 12 ay olarak olması öngörüsüyle hesaplanmış ve ardından USD'ye çevrilmiştir. Tüm projeksiyon dönemi boyunca 2021 yılındaki oranlar baz alınarak personel giderlerinin %19'u pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine yazılırken kalan %81'i ise genel yönetim giderlerine yazılmıştır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinde yer alan diğer hesabı ise yine TL enflasyon tahminince hesaplanmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesi pozitifdir. Serbest nakit akımları hesabında kullanılan net işletme sermayesi değişimi ise 2022 ve 2023 yılında pozitif olup ilerleyen yıllarda negatife dönmektedir. Bilindiği üzere 2021 yılında pandemi dolayısıyla oluşan olağandışı dinamikler nedeniyle ticari alacak, stoklar ve ticari borçlar başta olmak üzere net işletme sermayesi kalemleri ortalamalardan uzaklaşmıştır. Muhafazakâr bir yaklaşım ile net işletme sermayesi kalemleri 3 yıllık ortalama gün sayıları üzerinden projekte edilmiştir. 2022 yılından itibaren bu saptımdan ortalamaya döneceği varsayıldığı için serbest nakit akımları hesabında dikkate alınan net işletme sermayesi değişimi 2022 ve 2023 yıllarında pozitif olmaktadır.

- **Yatırım Harcamaları:** Şirket üretim kapasitesini artırmak ve ürün çeşitliğini genişletmek amacıyla daha önce 2016 yılında ikinci üretim hattını devreye sokmuştur. Şirket'in 2022 ve 2023 yılında mevcut ürün grubuna eklemeyi planladığı PVC/PE tel ürününü üretebilmek amacıyla PVC/PE kaplama hattı yatırımı yapmayı planlanmaktadır. Şirket aynı zamanda filmaşin fosfatlama tesisi yatırımı, halat makinesi alımı vb. yatırımlarla projeksiyon dönemi içerisinde harcama yapacaktır. Bu sebeple Şirket'in gerçekleştireceği yatırımlar için 2022 ve 2023 yıllarında her bir yıl için 2.094.942 USD tutarında yatırım harcaması planı bulunmaktadır. Diğer taraftan Şirket mevcut üretim hatlarının geliştirilmesi ve iyileştirilmesi için modernizasyon çalışması yapmayı planlamaktadır ve buna yönelik yıllık 400.000 USD ek yatırım tahmin edilmiştir Aynı zamanda projeksiyon dönemi boyunca her bir yıl için 100.000 USD demirbaş yatırım harcaması öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** 2022 yılı risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 15.01.2031 olan Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından ihraç edilen ABD Doları Eurobond'un 21 Mart 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,46 dikkate alınmış. Tarafımızca makuldür.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Şirket Risk Primi:** Şirket ve sektör ile ilgili olası riskler için %2 risk primi dikkate alınmıştır.
  - **Beta:** Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
  - **Özsermaye Maliyeti:** %15,96 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Vergi öncesi borçlanma maliyet, risksiz getiri oranı olan %8,46'ya %1 prim eklenmesi yoluyla %9,46 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borç Oranı:** %59 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM hesaplamasının makul olduğu kanaatindeyiz.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %1 olarak varsayılmıştır. %2 uç değer kullanılması durumunda fiyatı bir miktar yukarıya çekecektir.
- Sonuçta İNA'dan şirket için toplam değer 50,8 milyon TL hesaplanmıştır.

## Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizine %50 ağırlık verilmiş ve %29,2 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 17,50 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

## Sonuç

Değerleme Sonucu	nto Öncesi Piyasa Değeri	Ağırlık
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı (USD)	47.206.266	25%
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı (USD)	51.924.547	25%
İNA Analizi	50.774.290	50%
<b>Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri</b>	<b>50.169.848</b>	
Pay Adedi		30.000.000
<b>Pay Başına Fiyat (USD)</b>		<b>1,67</b>
29.03.2022 TCMB Dolar Kuru		<b>14,78</b>
Pay Başına Fiyat (TL)		<b>24,72</b>
Halka Arz İskontosu		29,2%
<b>Halka Arz Pay Fiyatı (TL)</b>		<b>17,50</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- BMS Birleşik Metal'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber indirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. BMS Birleşik Metal'in özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İNA hesaplamasında uç değer %1 olarak varsayılmıştır. Uzun vadeli USD enflasyonunun %2 olması göz önünde bulundurulduğunda %1'i ihtiyatlı bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde Birleşik Metal Sanayi'nin çarpan analizinde Çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmış ve Garanti Yatırım tarafından ortalama alınmasının sebebi olarak istatistiki metodoloji uyarınca medyan değerinin 30 ve üzeri örneklem kümesinde anlamlı olması olduğu ifade edilmiştir. BMD olarak örneklem sayısından bağımsız bir şekilde medyan alınmasının uç değerlerin etkisini ortalama alınmasına göre daha başarılı bir şekilde elimine ettiği için medyan metodunun kullanılması gerektiği kanaatindeyiz. Ereğli Demir ve Çelik. İskenderun Demir ve Çelik ve Kardemir Karabük Demir Çelik'in dahil edilmeme sebebi olarak bu şirketlerin Türkiye'nin toplu üretim yapan büyük sanayi kuruluşları olması ve yoğun sermaye ihtiyaçları bulunan bu şirketlerin FAVÖK tutarlarının serbest nakit akımına dönme oranlarının görece olarak düşük olması ifade edilmiş olmasına rağmen sektördeki lider firmaların çarpan analizinden çıkarılmış olmasını makul bulmuyoruz.
- Sonuç olarak BMS Birleşik Metal'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %29,2 halka arz iskontosu sonrası 17,50 TL pay başı talep toplama fiyatı hesaplanmıştır. Garanti Yatırım'ın kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde fiyatı makul bulmakla beraber İNA varsayımlarından ve çarpan örnekleminde yapılacak değişikliklerin farklı fiyatlara ulaştırabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.