

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Yükselen Çelik 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.

Yükselen Çelik Halka Arz Bilgileri

Yükselen Çelik A.Ş.	
Borsa Kodu	YKSLN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisatlar	Yurtdışı Kurumsal : %10 Yurtiçi Kurumsal : %50 Yurtiçi Bireysel : %40
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	7-8 Kasım 2019
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.500.000 TL
Sermaye Artırımı	12.810.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	43.310.000 TL
Halka Açıklık Oranı	29,6%
Talep Toplama Fiyatı	5,40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69.174.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	164.700.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	233.874.000 TL
Satmama Taahhüdü	Satan Ortaklar ve Şirket için 1 Yıl
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	İlk 30 Gün Fiyat İstikrarı İşlemleri Planlanmaktadır. 1 Yıl Likidite Sağlayıcılık İşlemleri Planlanmaktadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2019/06	6,12
FD/FAVÖK 2019/06	5,93
PD/DD 2019/06	2,32

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2019/06	8,69
FD/FAVÖK 2019/06	5,93
PD/DD 2019/06	1,67

Özet Bilgi

- Yükselen Çelik Anonim Şirketi, 20 Mart 1989 tarihinde İstanbul'da "Yükselen Çelik Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile kurulmuş olup 2013 yılında unvan değişikliği ile Yükselen Çelik Anonim Şirketi adını almıştır.
- Şirketin esas faaliyet konusu makine, otomotiv, kalıp, demir çelik, gemi, savunma sanayi ve demiryolu endüstrileri başta olmak üzere imalat sanayilerinde kullanılan karbon, imalat, yapı, alaşımlı ve alaşımsız, takım, paslanmaz, vasıflı ve vasıfsız her türlü demir çelik ürünlerinin ithalatını, ihracatını, mekanik işlemlerini, yurt içi alım ve satımını yapmak ve çelik servis merkezi hizmeti vermektir.
- Şirketin merkez ofisi İstanbul Esenyurt'ta bulunurken Ümraniye ve İzmir Çiğli'de yer alan irtibat büroları ile faaliyetlerini yürütmektedir. 30 Haziran 2019 tarihi itibarıyla Şirket bünyesinde 36 personel çalışmaktadır.
- Şirket'in ticaretini yaptığı ürünler üç ana başlıkta sıralanmaktadır. 1- Standart ürünler, 2- Şirkete ait patentli veya şartnameli tasarım ürünler, 3- Distribütörlüğünü verdiği firmaların ürünleri.
- Şirketin ana ürünleri karbon çeliği, alaşımlı çelik ve takım çeliğidir. Şirket 2019 yılı ilk 6 aylık dönemde 75 milyon TL'ye yakın ciro elde etmiş olup bu cironun %45'i karbon çeliği, %25'i alaşımlı çelik ve %31'i takım çeliğinden oluşmaktadır.
- Şirket stoklarında bulunan hammaddelerin %60'ı Şirket'in belirlediği ve kendi patenti olan şartnamelere uygun olarak üretilmekte veya alınmaktadır.
- Şirket ürünleri 19 farklı sektörde, 31.12.2018 itibarıyla 716 adet müşteriye satılmaktadır. En büyük payı %13 ile Kalıp İmalat Sanayi sektörü almıştır.
- Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %40'ını işletme sermayesinin güçlendirilmesi, %30'unu yatırım finansmanı ve demirbaş alımları, %30'unu ise finansal borçların ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Yükselen Çelik Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Yüksel Göktürk	A	8.845.000	29,0%	8.845.000	20,4%
	B	5.490.000	18,0%	5.490.000	12,7%
Barış Göktürk	A	7.320.000	24,0%	7.320.000	16,9%
	B	1.830.000	6,0%	1.830.000	4,2%
Burak Göktürk	A	305.000	1,0%	305.000	0,7%
	B	5.795.000	19,0%	5.795.000	13,4%
Ferhan Göktürk	A	305.000	1,0%	305.000	0,7%
	B	610.000	2,0%	610.000	1,4%
Halka Açık				12.810.000	29,6%
Toplam		30.500.000	100,0%	43.310.000	100,0%

A Grubu pay sahiplerinin 15 oy, B grubu pay sahiplerinin ise 1 oy hakkı vardır.

Mali Tablolar

Yükselen Çelik Bilanço, TL				
VARLIKLAR	2016/12	2017/12	2018/12	2019/06
Dönen Varlıklar	58.014.893	103.733.548	101.669.225	106.903.548
Nakit ve Nakit Benzerleri	236.990	263.912	684.289	165.330
Ticari Alacaklar	31.199.809	58.022.495	40.446.438	50.553.399
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>31.199.809</i>	<i>58.022.495</i>	<i>40.446.438</i>	<i>50.553.399</i>
Diğer Alacaklar	447.554	4.831	10.385	114.465
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>4.554</i>	<i>4.831</i>	<i>5.885</i>	<i>114.465</i>
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>443.000</i>	<i>0</i>	<i>4.500</i>	<i>0</i>
Stoklar	24.509.109	35.429.704	59.746.842	51.506.446
Peşin Ödenmiş Giderler	1.610.026	9.500.805	752.021	4.530.908
Diğer Dönen Varlıklar	11.405	511.801	29.250	33.000
Duran Varlıklar	22.936.113	22.576.001	28.108.514	31.987.959
Diğer Alacaklar	13.981	13.981	13.981	13.981
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>13.981</i>	<i>13.981</i>	<i>13.981</i>	<i>13.981</i>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	19.000.000	20.500.000	26.490.000	27.465.000
Maddi Duran Varlıklar	1.798.547	2.018.126	1.565.626	1.402.971
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	3.038.319
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	41.172	43.894	38.907	65.700
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>41.172</i>	<i>43.894</i>	<i>38.907</i>	<i>65.700</i>
<i>Şerefiye</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	0	1.988
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.082.413	0	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	80.951.006	126.309.549	129.777.739	138.891.507
KAYNAKLAR	2016/12	2017/12	2018/12	2019/06
Kısa Vadeli Yükümlülükler	46.494.211	84.899.064	48.975.609	50.905.960
Kısa Vadeli Borçlanmalar	22.454.627	38.348.800	10.456.877	18.585.350
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	6.982.432	10.704.215	17.668.700	13.953.185
Ticari Borçlar	10.069.323	33.751.787	15.234.501	15.657.342
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>10.069.323</i>	<i>33.692.774</i>	<i>15.234.501</i>	<i>15.657.342</i>
<i>İlişkili Taraflar Ticari Borçlar</i>	<i>8.930</i>	<i>59.013</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps. Borçlar	90.015	147.098	360.589	326.117
Diğer Borçlar	407.504	1.589.649	4.090.378	1.159.531
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>360.988</i>	<i>353.383</i>	<i>523.496</i>	<i>1.129.822</i>
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>46.516</i>	<i>1.236.266</i>	<i>3.566.882</i>	<i>29.709</i>
Ertelenmiş Gelirler	6.490.310	281.961	463.534	277.967
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	11.189	701.030	862.329
Kısa Vadeli Karşılıklar	0	64.365	0	84.139
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.</i>	<i>0</i>	<i>64.365</i>	<i>0</i>	<i>84.139</i>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.905.452	4.609.628	20.275.488	17.011.670
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.222.348	3.782.702	15.706.042	11.586.615
Diğer Borçlar	416.842	198.646	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>416.842</i>	<i>198.646</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Uzun Vadeli Karşılıklar	266.262	296.534	335.489	372.004
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>266.262</i>	<i>296.534</i>	<i>335.489</i>	<i>372.004</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	331.746	4.233.957	5.053.051
ÖZKAYNAKLAR	27.551.343	36.800.857	60.546.642	70.973.877
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	27.551.343	36.800.857	60.546.642	70.973.877
Ödenmiş Sermaye	30.500.000	30.500.000	30.500.000	30.500.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1.111.702	1.062.480	1.050.606	1.045.428
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	282.651	284.429	355.120	687.173
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı (-)	-696.298	-4.544.788	4.456.558	28.288.863
Net Dönem Karı / Zararı (-)	-3.646.712	9.498.736	24.184.358	10.452.413
TOPLAM KAYNAKLAR	80.951.006	126.309.549	129.797.739	138.891.507

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Yükselen Çelik Gelir Tablosu

(Tutarlar TL ile Gösterilmiştir)	2016/12	2017/12	2018/12	2018/06	2019/06	Son 4Ç
Hasılat	52.604.478	98.081.806	123.748.089	70.102.805	74.906.549	128.551.833
Yıllık Değişim		86,5%	26,2%		6,9%	
Satışların Maliyeti (-)	-43.494.796	-77.044.951	-84.315.180	-52.882.376	-55.470.684	-86.903.488
Yıllık Değişim		77,1%	9,4%		4,9%	
BRÜT KAR / (ZARARI)	9.109.682	21.036.855	39.432.909	17.220.429	19.435.865	41.648.345
Yıllık Değişim		130,9%	87,4%		12,9%	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	17,3%	21,4%	31,9%	24,6%	25,9%	32,4%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.199.105	-2.763.778	-4.036.315	-2.013.272	-1.921.247	-3.944.290
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.266.553	-2.731.420	-2.943.049	-1.525.364	-1.845.315	-3.263.000
FAALİYET KARI	3.644.024	15.541.657	32.453.545	13.681.793	15.669.303	34.441.055
Yıllık Değişim		326,5%	108,8%		14,5%	
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	6,9%	15,8%	26,2%	19,5%	20,9%	26,8%
<i>Amortisman</i>	949.150	954.026	593.490	329.972	495.089	758.607
FAVÖK1	4.593.174	16.495.683	33.047.035	14.011.765	16.164.392	35.199.662
Yıllık Değişim		259,1%	100,3%		15,4%	
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	8,7%	16,8%	26,7%	20,0%	21,6%	27,4%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.623.980	8.356.464	17.468.755	9.880.037	7.243.234	14.831.952
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-5.782.828	-6.054.948	-8.993.688	-6.282.287	-4.500.020	-7.211.421
ESAS FAALİYET KAR / (ZARARI)	1.485.176	17.843.173	40.928.612	17.279.543	18.412.517	42.061.586
Yıllık Değişim		1101,4%	129,4%		6,6%	
FAVÖK2	2.434.326	18.797.199	41.522.102	17.609.515	18.907.606	42.820.193
Yıllık Değişim		672,2%	120,9%		7,4%	
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	4,6%	19,2%	33,6%	25,1%	25,2%	33,3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	274.253	1.800.589	6.591.276	44.847	983.910	7.530.339
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	-251.123	-531.579	0	0	-531.579
FİNANSMAN GEL. GİD. ÖNCESİ FAAL. KARI	1.759.429	19.392.639	46.988.309	17.324.390	19.396.427	49.060.346
Finansal Gelirler	18.056	55.013	412.933	372.313	83.518	124.138
Finansal Giderler (-)	-6.136.695	-7.344.059	-17.156.900	-7.739.667	-6.244.653	-15.661.886
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ KARI	-4.359.210	12.103.593	30.244.342	9.957.036	13.235.292	33.522.598
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	712.498	-2.604.857	-6.059.984	-2.239.605	-2.782.879	-6.603.258
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	-84.067	-225.453	-2.127.980	-939.266	-1.962.325	-3.151.039
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri</i>	796.565	-2.379.404	-3.932.004	-1.300.339	-820.554	-3.452.219
DÖNEM KARI / (ZARARI)	-3.646.712	9.498.736	24.184.358	7.717.431	10.452.413	26.919.340

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

- Şirketin gelir tablosu incelendiğinde son 3 yılda en yüksek ciroyu 123,7 milyon TL 2018 yılında elde ederken 2019/06 itibarıyla son 4 çeyrek cirosu 128,6 milyon TL olmuştur. 2019'un ilk yarısında ise 75 milyon TL'ye yakın gerçekleşen ciro geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %6,9 artış göstermiştir. Gelir tablosuna göre yıllar ve dönemler itibarıyla dalgalı bir seyir izleyen brüt kar marjları, 2016'dan beri artış göstermiş ve 2019'un ilk 6 aylık döneminde de geçtiğimiz yılın aynı dönemine kıyasla artışını sürdürmüştür. FAVÖK1 ve FAVÖK2 marjları da brüt kar marjı ile paralel bir seyir izlemektedir.

Değerleme

- Gedik Yatırım, Yükselen Çelik'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit 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. Yükselen Çelik A.Ş. özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Metodu

- Gedik Yatırım tarafından Yükselen Çelik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Yükselen Çelik'e ait 30.06.2019 bilanço verileri ve son 12 aylık FAVÖK rakamları kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanı piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan bir çarpan olmasına rağmen Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının kullanılmamış olmasını bir eksiklik olarak addediyoruz.

Borsa İstanbul Metal Ana Endeksi Çarpanları

- Çarpan analizinde Borsa İstanbul Metal Ana Endeksi'nde yer alan ve Yükselen Çelik ile benzer olduğuna kanaat getirilen 8 şirketin 8 Ağustos 2019 tarihli firma değerleri ve FAVÖK'lerinin ortalaması alınarak sektör için ortalama 6,75 FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır. Rapor tarihinin 17 Ekim olduğu göz önünde bulundurulduğunda piyasa çarpanlarının 8 Ağustos yerine daha yakın bir tarihte alınmış olması değerlemenin daha doğru olmasını beraberinde getirebilirdi. Bu bağlamda 8 Ağustos tarihli çarpanların kullanılmış olmasını makul bulmuyoruz.
- Seçilen şirketler arasında çarpanı yüksek olan şirketlerin etkisinin minimize edilmesi için bütün şirketlerin çarpanlarının medyanının alınmasının daha uygun olduğunu düşünmekteyiz. Seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı tarafımızca 6,01 olarak hesaplanmış olup raporda kullanılan 6,75'ten daha düşük bir değerdir.
- BİST Metal Ana Endeksi'nde yer alan 19 şirketin tamamı hesaplamaya dahil edilseydi FD/FAVÖK çarpanı 3,62 olarak hesaplanacaktı. Aynı şirketlerin çarpanlarının medyanı alınmış olsaydı 4,30 olarak hesaplanacaktı.

Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanı (Milyon TL)					
Kod	Şirket Adı	Firma Değeri	FAVÖK (Son 12 Ay)	FD/FAVÖK	
BRSAN	Borusan Mannesmann	3.065	578	5,30	
BURCE	Burçelik	67	7	9,19	
CELHA	Çelik Halat	135	33	4,07	
DMSAS	Demisaş Döküm	192	61	3,15	
DOKTA	Döktaş Dökümcülük	2.765	214	12,94	
ERBOS	Erbosan	291	80	3,64	
SARKY	Sarkuysan	1.555	221	7,03	
TUCLK	Tuççelik	145	22	6,71	
Benzer Şirketler Ortalaması		1.027	152	6,75	

Yurt Dışı Benzer Şirketler ve Çarpan Değerleri

- Yurt dışı çarpan analizinde, Yükselen Çelik'in içinde bulunduğu sektör dikkate alınarak Bloomberg terminali vasıtasıyla benzer şirket seçiminde bulunulmuştur. Benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda görülen şirketler kullanılmıştır. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında baz alınan her bir şirketin çarpan değeri üzerinden ortalama hesabı yapılmıştır. Yurt dışı benzeri şirketlerin birçoğu çelik üreticisi olup, Yükselen Çelik'in ana sektörünün çelik sanayi olması nedeniyle çalışmaya dahil edilmiştir. Yükselen Çelik ile ürün anlamında en yakın ilişkilendirilebilecek iki şirket, Schmolz+Birkenbach AG ve Bharat Forge Ltd'dir.

Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri (Milyon TL)							
Kod	Şirket Adı	Ülke	Firma Değeri	FAVÖK		FD/FAVÖK	
				Son 12 Ay	2019 T	Son 12 Ay	2019
VOE AV	Voestalpine AG	Avusturya	8.145	1.438	1.490	5,66	5,47
ATI US	Allegheny Technologies	ABD	3.617	508	474	7,11	7,64
000708 CH	Daye Special Steel Co.	Çin	5.480	802	877	6,83	6,25
600019 CH	Baoshan Iron & Steel Co. Ltd.	Çin	208.839		46.034		4,54
SAND SS	Sandvik AB	İsveç	190.600	22.969	23.780	8,30	8,02
STLN SW	Schmolz + Bickenbach AG	İsviçre	985	133	158	7,39	6,22
BHFC IN	Bharat Forge LTD	Hindistan	228.500	20.556	21.065	11,12	10,85
JSAW IN	Jindal Saw LTD	Hindistan	68.980	14.751		4,68	
RMKF IN	Ramkrishna Forgings	Hindistan	22.392	3.827		5,85	
MMFG IN	Mm Forgings	Hindistan	13.444	1.798		7,48	
WLCO IN	Welspun Corp LTD	Hindistan	33.536	6.879	7.130	4,87	4,70
NEMAKA MM	Nemak San De Cv	Meksika	50.883	12.986	12.260	3,92	4,15
JDSL IN	Jindal Stainless LTD	Hindistan	57.030	12.555	13.073	4,54	4,36
TUB SM	Tubacex Sa	İspanya	670	68	63	9,83	10,59
Ortalama						6,74	6,62

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi (TL)			
	Yurt Dışı Son 12 Ay	Yurt Dışı 2019	Yurtiçi Son 12 Ay
Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı (x)	6,74	6,62	6,75
Yükselen Çelik			
FAVÖK	35.199.662	36.392.129	35.199.662
Firma Değeri	237.142.206	240.792.342	237.690.297
Net Borç Pozisyonu	43.959.820	43.959.820	43.959.820
Piyasa Değeri	193.182.386	196.832.522	193.730.477
Gayrimenkul Değeri (%30 iskonto ile)	19.225.500	19.225.500	19.225.500
Gayrimenkul Dahil Değer	212.407.886	216.058.022	212.955.977
Yurt dışı Ortalama	214.232.954	50%	
Yurt içi Ortalama	212.955.977	50%	
Piyasa Değeri	213.594.465	100%	
Pay Başına Piyasa Değeri	7,00		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirketlerin son 12 aylık FD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması 6,74, medyanı ise 6,83 iken 2019 yılının tahmini FD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması 6,62, medyanı ise 6,22 olarak hesaplanmıştır. Fiyat tespit raporunda ortalama çarpanlar kullanılmış olup tarafımızca uç değerlerin etkisinin minimize edilmesi adına medyan çarpanlarının kullanılması daha makuldür.

- Şirketin 30 Haziran 2019 bilançosunda 27.465.000 TL kayıtlı değeri bulunan yatırım amaçlı gayrimenkul %30 iskonto uygulanarak 19.225.500 TL olarak değerlemeye dahil edilmiştir.
- Sonuç olarak çarpan değerlemesinden ortalama 213.594.465 TL halka arz öncesi piyasa değeri tespit edilmiş olup hisse başı değer 7,00 TL'ye denk gelmektedir.
- Metal Ana Endeksi'nde yer alan bütün şirketlerin çarpanı kullanılsaydı değer üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturacaktı. Çarpan hesabında ortalama yerine medyan rakamları kullanılsaydı değer üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturacaktı.

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- **Ciro Büyümesi:** Yükselen Çelik yönetiminin öngörülleri doğrultusunda satılacak ürünlerin miktarsal büyümeleri ve Gedik Yatırım'ın yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda 2019-2028 yılları arasında satış projeksiyonları hesaplanmıştır. Her yıl için yapılan satış büyüme tahmininin ne kadarının ürün fiyat artışından kaynaklandığı fiyat tespit raporundaki Gedik Yatırım Enflasyon Tahminler tablosundan anlaşılmaktadır. 2019 yılının ilk 6 ayında %6,9 büyümeyle 74,9 milyon TL ciro elde eden şirketin 2019 yılının tamamında %30,8 artışla 161,9 milyon TL ciroya nasıl ulaşılacağı açıkça belirtilmemiştir. 2020-2022 yılları arasında enflasyon tahminlerinin %10 civarında tahmin edilmiş olması nedeniyle 2020'deki %33,7, 2021'deki %30,6 ve 2022'deki %27,5 ciro büyümesinin büyük bir kısmının tonaj bazlı satıştan kaynaklanacağı anlaşılmaktadır. Bu denli yüksek reel büyümelerin gerekçeleri net olarak anlaşılamamaktadır.
- **Brüt Kar Marjı:** Şirketin 2018 yılındaki brüt kar marjı Gedik Yatırım tarafından kur etkisinden arındırılarak normalize edilmiş ve projeksiyon dönemi boyunca normalize brüt kar marjı kullanılmıştır. 2018 yılındaki %31,9 olan brüt kar marjı 2019 yılında %27,6 olarak öngörülmüş, 2020-2021-2022 yılları için sırasıyla %27,5, %27,3 ve %27,2 olarak kabul edilmiştir. Brüt kar marjındaki bu düşüşün sebebi her bir ürün grubunun brüt kar marjının farklı olması ve her bir ürün grubunun satış içerisindeki payının yıllar itibarıyla değişmesi olarak ifade edilmiştir. Ürün grubu bazında satış projeksiyonuna yer verilmediği için marjdaki değişimin hangi ürünlerden kaynaklandığı net olarak görülememektedir. 2016, 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla %17,3, %21,4 ve %31,9 olan brüt kar marjının, 2019-2028 yılları arasında %26,5 ile %27,6 bandında olacağı öngörülmüştür. Son 3 yılın ortalaması ise %23,5 olarak gerçekleşmiştir. Her ne kadar 2018 brüt kar marjının normalize edilerek gelecek yıllardaki brüt kar marjı daha düşük tahmin edilmiş olsa da son 3 yıl ortalamasının üzerinde olduğu görülmektedir.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin projeksiyonunda geçmiş yıl faaliyet giderlerinin satışlara oranı baz alınarak %5,6 kabul edilmiş olup tarafımızca makul görülmektedir.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari alacak tahsilat süresi, borç ödeme vadeleri ve stokta kalma süresi son 2 yılın ortalamaları baz alınarak projeksiyon dönemi boyunca kullanılmış olup tarafımızca makul görülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin 20 milyon TL'si ile makine parkının yenilenmesi/modifikasyonu ile ürün işleme hızının artırılması yatırımı yapacaktır. Yatırım tutarı fiyat tespit raporunda belirtilmiş olmasına rağmen, yatırım sonrası şirketin mevcut üretim kapasitesinin ne kadar artacağı, kapasite kullanım oranının hangi seviyeye geleceği belirtilmemiştir.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** Gedik Yatırım İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Rapor tarihindeki 10 yıllık tahvil faizinin üzerine 50 baz puan eklenerek %16 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Sermaye piyasası risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %21,50 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin borçlanma maliyeti risksiz getiri üzerine 4 puan eklenerek projeksiyon dönemi boyunca %20 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür. Kurumlar vergisi oranı bütün yıllar için hesaplanan AOSM'lerde %22 kabul edilmiştir. 2021 yılından itibaren %20 kabul edilerek yeni bir AOSM hesaplanması tarafımızca daha uygun görülmektedir. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak kullanılmış olsaydı, diğer bütün varsayımlar aynı kalmak şartıyla 2021 yılında AOSM %18,61 yerine %18,81 hesaplanacaktı.
 - **Özkaynak Oranı:** 30 Haziran 2019 bilançosundaki özkaynakların toplam aktif içerisindeki payı olan %51,10 olarak kabul edilmiş olup bize göre %61,66 olarak hesaplanan toplam finansal borçlar ve özkaynak içerisindeki payının alınması daha uygundur. Özkaynak oranı %61,66 olarak alınmış olsaydı AOSM %18,61 yerine %19,24 hesaplanacaktı.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %6 varsayılmış olup tarafımızca uygun görülmektedir. %6 oranı muhafazakâr bir seviye olmasa da uzun vadeli enflasyon beklentileri ile uyumludur.
- Sonuçta İNA'dan şirket için 272,9 milyon TL firma değeri hesaplanmış, 44,1 milyon TL finansal borç düşülerek 165.330 TL hazır değerler eklenmiş ve yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri %30 iskonto ile eklenerek İNA'dan 248,1 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri	Pay Başına Değer
İNA	50%	248.101.082	8,13
Çarpanlar	50%	213.594.465	7,00
SONUÇ		230.847.774	7,57
Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)			
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			230.847.774
Halka Arz İskontosu			-28,65%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri			164.700.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye			30.500.000
Halka Arz Başına Değer			5,40
Sermaye Arttırım Oranı			42,00%
Artırılan Nominal Sermaye			12.810.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye			43.310.000
Halka Arz Büyüklüğü			69.174.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri			233.874.000
Halka Açıklık Oranı			29,58%

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken çarpan ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %28,65 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 5,40 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %28,65'lik iskontonun makul olduğunu, son dönemde artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerinde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz. Fiyat tespit raporu tarihinden sonra tahvil faizlerinin %13'ün altına gerilemesi, BİST100 Endeksi'nin 100.000 seviyesinin üstüne çıkması gibi yurt içi piyasalarda yaşanan pozitif gelişmeler de değerlemenin biraz daha muhafazakâr olmasını beraberinde getirmiştir.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Yükselen Çelik'in fiyat tespitinde çarpan metoduyla beraber İndirgenmiş 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. Yükselen Çelik özelinde İNA'nın kullanılması olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Yükselen Çelik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı ve 2019/06 mali verileri kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK çarpanı piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan bir çarpan olmasına rağmen Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının kullanılmamış olmasını bir eksiklik olarak addediyoruz.
- Borsa İstanbul'da işlem gören BİST Metal Ana Endeksi şirketleri arasından Yükselen Çelik'e en benzer 8 şirketin firma değerleri ve FAVÖK rakamları kullanılarak sektör için FD/FAVÖK hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin seçilmesini makul karşılamakla beraber Metal Ana Endeksinde yer alan bütün şirketlerin dahil edilerek FD/FAVÖK değerinin hesaplanması ve düşük olan çarpanın değerlendirilmede kullanılmasının daha muhafazakar bir yaklaşım olacağı kanaatindeyiz. Çarpan hesaplanırken ortalama yerine medyan rakamının alınmasının daha uygun olacağı kanaatindeyiz.
- Rapor tarihinin 17 Ekim olduğu göz önünde bulundurulduğunda piyasa çarpanlarının 8 Ağustos yerine daha yakın bir tarihte alınmış olması değerlemenin daha doğru olmasını beraberinde getirebilirdi. Bu bağlamda 8 Ağustos tarihli çarpanların kullanılmış olmasını makul bulmuyoruz.
- 2019 yılının ilk 6 ayında %6,9 büyümeyle 74,9 milyon TL ciro elde eden şirketin 2019 yılının tamamında %30,8 artışla 161,9 milyon TL ciroya nasıl ulaşacağı açıkça belirtilmemiştir. İNA'da 2020-2022 yılları arasında enflasyon tahminlerinin %10 civarında tahmin edilmiş olması nedeniyle 2020'deki %33,7, 2021'deki %30,6 ve 2022'deki %27,5 ciro büyümesinin büyük bir kısmının tonaj bazlı satıştan kaynaklanacağı anlaşılmaktadır. Bu denli yüksek reel büyümelerin gerekçeleri net olarak anlaşılmamaktadır.
- İNA'da projeksiyon dönemi boyunca yatırım tutarları fiyat tespit raporunda belirtilmiş olmasına rağmen, yatırım sonrası şirketin mevcut üretim kapasitesinin ne kadar artacağı, kapasite kullanım oranının hangi seviyeye geleceği belirtilmemiştir.
- Kurumlar vergisi oranı bütün yıllar için hesaplanan AOSM'lerde %22 kabul edilmiş olup 2021 yılından itibaren %20 kabul edilerek yeni bir AOSM hesaplanması tarafımızca daha uygun

görülmektedir. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak kullanılmış olsaydı, diğer bütün varsayımlar aynı kalmak şartıyla AOSM %18,61 yerine %18,81 hesaplanacaktı.

- Özkaynak oranı olarak 30 Haziran 2019 bilançosundaki özkaynakların toplam aktif içerisindeki payı olan %51,10 olarak kabul edilmiş olup bize göre %61,66 olarak hesaplanan toplam finansal borçlar ve özkaynak içerisindeki payının alınması daha uygundur. Özkaynak oranı %61,66 olarak alınmış olsaydı AOSM %18,61 yerine %19,24 hesaplanacaktı.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken çarpan ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %28,65 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 5,40 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %28,65'lik iskontonun makul olduğunu, son dönemde artan piyasa volatilitesi sebebiyle değerde oluşabilecek aşağı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz. Fiyat tespit raporu tarihinden sonra tahvil faizlerinin %13'ün altına gerilemesi, BİST100 Endeksi'nin 100.000 seviyesinin üstüne çıkması gibi yurt içi piyasalarda yaşanan pozitif gelişmeler de değerlemenin biraz daha muhafazakâr olmasını beraberinde getirmiştir.
- Sonuç olarak Yükselen Çelik A.Ş. halka arz fiyatının tespit edilmesinde değerlemeyi yukarı yönlü etkileyebilecek uygulamalar bulunmasına rağmen halka arz iskontosunun yeterli büyüklükte olması ve rapor tarihinden sonra yurt içi piyasalarda yaşanan olumlu gelişmeler, değerlemenin biraz daha muhafazakâr olmasını beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda 5,40 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.