



'Fiyat Tespit Raporu' Değerlendirme Analiz Raporu

06/11/2019

Yükselen Çelik A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Yükselen Çelik A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibariyle analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Yükselen Çelik A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Yükselen Çelik 1989 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Şirketin faaliyet konusu her türlü demir çelik ürününün yurtiçi ticareti, ithalatı ve ihracatının yanı sıra, mekanik işlemesi ve çelik servis merkezi hizmeti verilmesidir. Yükselen Çelik ağırlıklı olarak vasıflı çelik ürünlerin ticaretinde faaliyet göstermektedir. Şirket'in ödenmiş sermayesi halka arz öncesi 30.5 milyon TL olup, tamamı Göktürk ailesi üyelerine aittir.

Ortak Adı/Ünvanı	Arz Öncesi		Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)
Yüksel Göktürk	14.335.000	47	14.335.000	33,1
Bariş Göktürk	9.150.000	30	9.150.000	21,1
Burak Göktürk	6.100.000	20	6.100.000	14,1
Ferhan Göktürk	915.000	3	915.000	2,1
Halka Açık Kısım	-	-	12.810.000	29,6
Toplam	30.500.000	100%	43.310.000	100%

Yükselen Çelik 2018 yılında 124 milyon TL satış geliri elde etmiş olup, bir önceki yıla göre %26 büyümeye kaydetmiştir. Şirketin 2019 yılı 6 aylık sonuçları itibariyle geriye dönük 12 aylık cirosu ise 129 milyon TL seviyesindedir .

HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka arzda şirketin sermayesinin 30.5 milyon TL'den 43.3 milyon TL'ye çıkarılması sonucu elde edilecek 12.8 milyon adet pay satışı gerçekleştirilecek olup, ayrıca ortak satışı gerçekleşmeyecektir. Böylece arz sonrası halka açıklık oranının ise %29.6 olması beklenmektedir. Halka arz fiyatının hisse başına 5.40 TL olması durumunda, halka arz büyüklüğü 69.2 milyon TL olarak gerçekleşecektir.

İhraç edilecek toplam 12.810.000 TL nominal değerli paylar, Birincil Piyasa'da "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi" ile beher pay için 5.40 TL fiyattan 07-08/11/2019 tarihlerinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. liderliğindeki konsorsiyum tarafından satışa sunulacaktır. Borsa işlem kodu: YKSLN olacaktır.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Sermaye artırımından elde edilecek gelirlerin kullanımı ile ilgili Yönetim Kurulu raporunda, halka arzdan elde edilecek ve şirketin kaynak olarak kullanabileceği net gelirlerin %30'luk bölümünün yeni yatırımların ve demirbaş alımlarının finansmanında, %40'ının işletme sermayesinin finansmanında, kalan %30'luk bölümün ise borç kapanması amacıyla kullanılmasının planlandığı belirtilmiştir.

Çıkarılmış Sermaye	30.500.000 TL
Çıkarılmış Sermaye (halka arz sonrası)	43.310.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	12.810.000 TL nominal pay
Halka Açılacak Oran	%29.6
Halka Arz Şekli	Sermaye artırımı
Halka Arz İskontosu	%28.65
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	5.40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69.174.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	233.874.000 TL

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Değerleme çalışması, aşağıda yer alan değerleme yöntemleri için ayrı ayrı, açık ve net ifade edilmiştir.

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi)

Gelir yaklaşımı analizinde kullanılan projeksiyon dönemi 2019-2028 yılları arasını kapsamaktadır.

Paylaşılan projeksiyonlara göre, 2019 yılında şirketin satışlarında %30.8 oranında büyüme kaydedilmesi beklenmektedir. Satış büyüme hızının 2020 ve 2021 yıllarında da %30 üzerinde kalması öngörülmüştür (2020T: %34, 2021T: %31). Sonraki yıllarda ise büyüme hızında kademeli yavaşlama tahmin edilmiş olup, 2028 sonrası terminal büyüme hızı %6 olarak kullanılmıştır. Böylece şirketin 10 yıllık projeksiyonlarında, konsolide yıllık bileşik büyüme oranının %20.6 olacağı ve 2028 yılında şirketin cirosunun 806 milyon TL'ye yükseleceği tahmin edilmiştir.

Brüt kar marjında ise projeksiyon döneminde kademeli olarak düşüş tahmin edilerek, 2019 yılında %27.6 olması beklenen marjın 2028 yılında %26.5 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür.

Faaliyet giderlerinin ciroya oranında ise 2019-2028 dönemi boyunca %5.8 seviyesinde yatay trend tahmin edilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları analizi ile şirketin değeri 248.1 milyon TL, birim pay değeri ise 8.13 TL olarak hesaplanmıştır.

Projeksiyon döneminde şirketin satış büyüme hızında ve kar marjlarında yapılan öngörülerin sektör ortalamalarının kalıcı olarak üzerinde olmasının sebeplerinin detaylı olarak paylaşılmasının daha aydınlatıcı olabileceği görüşündeyiz. Ayrıca İNA değerlemesinde bulunan değer büyük kısmının uç değer hesabından geliyor olması bir diğer çekince unsuru olarak değerlendirilebilir.

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (Milyon TL) 2019T 2020T 2021T 2022T 2023T 2024T 2025T 2026T 2027T 2028T

Satışlar	161.9	216.4	282.7	360.4	449.3	543.4	623.0	692.9	760.0	805.9
Satışlardaki Büyüme	30.8%	33.7%	30.6%	27.5%	24.7%	20.9%	14.6%	11.2%	9.7%	6.0%
Brüt Kar	44.7	59.5	77.3	98.0	121.7	145.9	166.4	184.5	202.0	213.8
Brüt Kar Marjı	27.6%	27.5%	27.3%	27.2%	27.1%	26.8%	26.7%	26.6%	26.6%	26.5%
Faaliyet Gideleri	-9.3	-12.5	-16.4	-20.9	-26.1	-31.5	-36.1	-40.2	-44.1	-46.9
Satışlara Oranı (%)	-5.7%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-5.8%
Faaliyet Karı	35.4	47.0	60.9	77.1	95.6	114.4	130.3	144.3	157.8	166.9
Vergi Oranı	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	27.6	36.6	48.7	61.7	76.5	91.5	104.2	115.4	126.3	133.6
Amortisman (+)	1.0	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0	3.1
Yatırım Harcamaları (-)	5.0	15.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
İşletme Sermayesi Değişimi (-)	21.6	36.0	43.8	51.4	58.7	62.4	52.8	46.3	44.5	30.5
Serbest Nakit Akımları (=)	2.0	-11.9	6.4	11.8	19.2	30.5	52.9	70.6	83.2	104.5
Terminal Değer	878.3									
AOSM	18.6%									
Bugünkü Değer	0.9	-9.2	4.2	6.5	8.9	11.9	17.4	19.5	19.4	193.3

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM	18.61%
Özsermaye Maliyeti	21.5%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	15.6%
Risksiz getiri oranı	16.0%
Hisse senedi pazarı risk primi	5.5%
Özsermaye oranı	51.1%
Dış kaynak oranı	48.9%
Terminal Büyüme	6.0%
Beta	1.0

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

**YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesinde, hem Borsa İstanbul'da işlem gören Metal Ana Endeksi hisselerinin değerlendirme çarpanları, hem de yurtdışı benzer şirketlerin değerlendirme çarpanları kullanılmıştır. Karşılaştırmada sadece Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanına yer verilmiştir.

Hesaplamalarda Şirketin ve karşılaştırma yapılan şirketlerin en son 12 aylık dönemdeki finansal sonuçları baz alınmıştır. Piyasa çarpanları için hesaplanan ortalama çarpanlar aşağıdaki gibidir.

Kullanılan Piyasa Çarpanları	Yurtiçi Benzer Şirketler (son 12 ay)	Yurtdışı Benzer Şirketler (son 12 ay)	Yurtdışı Benzer Şirketler (2019T)
FD/FAVÖK	6.75x	6.74x	6.62x

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Çarpan Analizi Sonuçları (Milyon TL)	Yurtiçi Benzer Şirketler (son 12 ay)	Yurtdışı Benzer Şirketler (son 12 ay)	Yurtdışı Benzer Şirketler (2019T)
Yükselen Çelik Özsermaye Değeri	213.0	212.4	216.1

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Ortalama yurtiçi çarpanlara %50, yurtdışı çarpanlara %50 ağırlık verilerek hesaplanan Yükselen Çelik özsermaye değeri 213.6 milyon TL, birim pay değeri ise 7.00 TL olarak ortaya çıkmıştır.

Çarpan analizinde Yükselen Çelik'in elinde bulunan Tuzla'daki gayrimenkulün değeri %30 iskonto ile özsermaye değerine dahil edilmiştir. Karşılaştırma yapılan benzer şirketlerin bilançolarındaki gayrimenkul değerlerinin de hesaplama dahil edilmesinin daha sağlıklı sonuç doğurabileceği görüşündeyiz.

Bu hesaplamalar doğrultusunda şirketin ağırlıklandırılmış özsermaye değeri, Gelir Yaklaşımı ve Emsal Şirket Değeri Yöntemi ortalaması alınarak 230.8 milyon TL, birim pay değeri ise 7.57 TL olarak belirlenmiştir. Şirketin halka arz fiyatına %28.65 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz fiyatı pay başına 5.40 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Özsermaye Değeri Milyon TL	Pay Başına Değer (TL/hisse)
İNA	50.0%	248.1	8.13
Çarpanlar	50.0%	213.6	7.00
SONUÇ		230.8	7.57

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

NIHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğu, tespit edilen hisse başı fiyatın ise yapılan projeksiyonlara göre makul olduğu gözlenmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynakların büyük ölçüde şirketin bilançosuna girecek olmasını, böylece şirketin net borcunun azalacak olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca elde edilecek kaynak ile planlanan yatırımların, şirketin büyüme hamlesini destekleyeceğini düşünüyoruz.

Değerleme raporundaki Gelir Yaklaşımı analizinde kullanılan tahminlerin sektör gelişimi ve şirketin miktarsal büyüme hedeflerini içerecek şekilde detaylandırılmasının daha faydalı olacağı görüşündeyiz. İNA hesaplamalarında kullanılan projeksiyonlara ilişkin küresel, sektörel ve makroekonomik risklerin varlığını göz önüne alarak daha muhafazakar bir yaklaşım göstermenin sağlıklı olabileceğini düşünüyoruz.

Piyasa çarpanları analizinde kullanılan yurtiçi benzer şirketler grubuna kurumsal yatırımcı bazı daha yüksek olan demir-çelik sektörü hisselerinin de eklenmesinin sağlıklı olacağı görüşündeyiz.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

BİLANÇO (Milyon TL)

2016/12

2017/12

2018/12

2019/06

I-DÖNEN VARLIKLAR	58.0	103.7	101.7	106.9
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	0.2	0.3	0.7	0.2
TİCARİ ALACAKLAR	31.2	58.0	40.4	50.6
STOKLAR	24.5	35.4	59.7	51.5
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	1.6	9.5	0.8	4.5
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	0.5	0.5	0.1	0.2
II-DURAN VARLIKLAR	22.9	22.6	28.1	32.0
YATIRIM AMAÇLI GAYRİMENKULLER	19.0	20.5	26.5	27.5
MADDİ DURAN VARLIKLAR	1.8	2.0	1.6	1.4
DİĞER DURAN VARLIKLAR	2.1	0.1	0.0	3.1
AKTİF TOPLAMI	81.0	126.3	129.8	138.9

III-KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	46.5	84.9	49.0	50.9
KISA VADELİ BORÇLANMALAR	22.5	38.3	10.5	18.6
UZUN VADELİ BORÇLANMALARIN KISA VADELİ KISIMLARI	7.0	10.7	17.7	14.0
TİCARİ BORÇLAR	10.1	33.8	15.2	15.7
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	6.9	2.2	5.6	2.6
IV-UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	6.9	4.6	20.3	17.0
UZUN VADELİ BORÇLANMALAR	6.2	3.8	15.7	11.6
UZUN VADELİ KARŞILIKLAR	0.3	0.3	0.3	0.4
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	0.4	0.5	4.3	5.0
V-ÖZKAYNAKLAR	27.6	36.8	60.5	71.0
ÖDENMİŞ SERMAYE	30.5	30.5	30.5	30.5
KÂR VEYA ZARARDA YENİDEN SINIFLANDIRILMAYACAK BİRİKMİŞ DİĞER KAPSAMLI GELİRLER VEYA GİDERLER	1.1	1.1	1.1	1.0
KÂRDAN AYRILAN KISITLANMIŞ YEDEKLER	0.3	0.3	0.3	0.7
GEÇMİŞ YILLAR KÂRI/ZARARI	-0.7	-4.5	4.5	28.3
NET DÖNEM KÂRI/ZARARI	-3.6	9.5	21.2	10.5
PASİF TOPLAMI	81.0	126.3	129.8	138.9

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

GELİR TABLOSU (TL)

2016/12

2017/12

2018/12

2018/06

2019/06

NET SATIŞLAR (HASILAT)	52.6	98.1	123.7	70.1	74.9
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	-43.5	-77.1	-84.3	-52.9	-55.5
BRÜT ESAS KAR VEYA ZARARI	9.1	21.0	39.4	17.2	19.4
Genel Yönetim Giderleri	-3.3	-2.7	-2.9	-1.5	-1.8
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-2.2	-2.8	-4.0	-2.0	-1.9
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.6	8.4	17.5	9.9	7.2
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-5.8	-6.1	-9.0	-6.3	-4.5
ESAS FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI	1.5	17.8	40.9	17.3	18.4
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.3	1.8	6.6	0.0	1.0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-0.3	-0.5	-	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar Kar/Zarar Payları	-	-	-	-	-
FINANSMAN GİD ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	1.8	19.4	47.0	17.3	19.4
Finansman Gelirleri	0.0	0.1	0.4	0.4	0.1
Finansman Giderleri	-6.1	-7.3	-17.2	-7.7	-6.2
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ GELİR/GİDERİ	-4.3	12.1	30.2	10.0	13.2
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	0.7	-2.6	-6.1	-2.2	-2.8
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	-3.6	9.5	24.2	7.7	10.5
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	-3.6	9.5	24.2	7.7	10.5
Pay Başına Kazanç/Kayıp	-0.1196	0.3114	0.7929	0.2530	0.3427

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

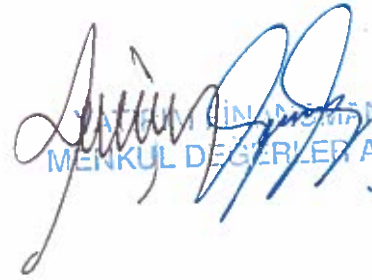
Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.


YATIRIM FİNANSMAN
MENKUL DEĞERLER A.Ş.