



*cutting through complexity*

# İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.

## Değerleme Raporu

KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman

07 Ağustos 2015

Gizli ve özeldir





**KPMG Akis Bağımsız Denetim  
ve SMMM A.Ş.**  
Kavacık Rüzgarlı Bahçe  
Mah.Kavak Sok. No:29 Beykoz 34805  
İstanbul  
Türkiye

**Telefon** +90 (216) 681 90 00  
**Faks** +90 (216) 681 90 90

İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. Yönetimi ("Müşteri", "Şirket" veya "İsdemir") tarafından İsdemir'in 31 Mayıs 2015 ("Değerleme Tarihi") itibarıyla değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") İsdemir Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, İsdemir'e ait geçmiş dönem finansalları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş döneme ait mali tablolar ve finansal veriler üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Rapor'da sunulan geçmiş döneme ait finansal veriler, tarafımıza İsdemir Yönetimi tarafından temin edilmiş olup bu verilerin ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geçmiş dönem finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşmiş olma sorumluluğu sadece Şirket'e aittir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfa ile birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu Rapor, İsdemir'in değerinin belirlenmesi doğrultusunda, fikir vermek dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp, İsdemir Yönetimi'nin dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Bu Rapor'un muhatabı İsdemir Yönetimi olarak kalacaktır.

Bulgularımızın, İsdemir için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Şirket tarafından verilecektir.

İstanbul, 07 Ağustos 2015

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.

Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

**Projeden sorumlu  
KPMG tarafındaki ilgili  
kişilerin iletişim bilgileri:**

**Hande Şenova**

Kurumsal Finansman  
Ortak, KPMG Türkiye

Tel: + 90 216 681 90 00  
Faks: + 90 216 681 90 90  
[hsenova@kpmg.com](mailto:hsenova@kpmg.com)

|                                       | Sayfa |
|---------------------------------------|-------|
| <b>Giriş</b>                          | 3     |
| <b>Değerleme analizi yaklaşımları</b> | 14    |
| <b>Değerleme analizleri</b>           | 18    |
| <b>Sonuç</b>                          | 28    |
| <b>Ekler</b>                          | 30    |

A large blue parallelogram graphic on the left side of the slide, tilted to the right. It has a dark blue base color that transitions to a lighter blue towards the right edge.

**Giriş**

|                         |                                           |               |                                      |
|-------------------------|-------------------------------------------|---------------|--------------------------------------|
| <b>ABD</b>              | Amerika Birleşik Devletleri               | <b>Rapor</b>  | Değerleme Raporu                     |
| <b>A.Ş</b>              | Anonim Şirketi                            | <b>ŞD</b>     | Şirket Değeri                        |
| <b>CoCo</b>             | Piyasa Çarpanları Metodolojisi            | <b>Şirket</b> | İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.       |
| <b>CoTrans</b>          | Karşılaştırılabilir İşlemler Metodolojisi | <b>TCMB</b>   | Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası   |
| <b>ÇİB</b>              | Çelik İhracatçıları Birliği               | <b>TÇÜD</b>   | Türkiye Çelik Üreticileri Derneği    |
| <b>Değerleme Tarihi</b> | 31 Mayıs 2015                             | <b>TL</b>     | Türk Lirası                          |
| <b>İNA</b>              | İndirgenmiş Nakit Akımları                | <b>VFÖK</b>   | Vergi ve Faiz Öncesi Kar             |
| <b>İsdemir</b>          | İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.            | <b>VAFÖK</b>  | Vergi, Amortisman ve Faiz Öncesi Kar |
| <b>İSO</b>              | İstanbul Sanayi Odası                     | <b>WACC</b>   | Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti  |
| <b>KPMG</b>             | KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.   | <b>YBBO</b>   | Yıllık Bileşik Büyüme Oranı          |

**Hazırlanış Temeli**

KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. ("KPMG" veya "biz"), İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. Yönetimi ("Müşteri", "Şirket" veya "İsdemir") tarafından İsdemir'in, 31 Mayıs 2015 itibarıyla değer aralığının belirlenmesinde görevlendirilmiştir.

Bu değerlendirme raporu İsdemir Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Belirlenen değer tek figürden oluşmayıp fiyat aralığı olarak sunulmaktadır.

**Sözleme Şartları**

Bu rapor, KPMG ile İsdemir Yönetimi arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 06 Temmuz 2015 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG'nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur.

Bulgularımızın, Şirket'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Değerleme raporumuz Şirket'in operasyonlarının değerinin belirlenmesi dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp İsdemir Yönetimi'nin dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez. Bu Rapor'un muhatabı İsdemir Yönetimi olarak kalacaktır.

Projeye devam etme, tamamlama ve değerlendirme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Müşteri tarafından verilecektir.

**Kullanılan Kaynaklar**

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar:

- KPMG Veri Tabanı
- Capital IQ
- ISI Securities / Dealwatch
- Mergermarket
- Şirket Web Siteleri
- Kamuyu Aydınlatma Platformu

### İsdemir

#### Değerleme Tarihi

- 31 Mayıs 2015

#### Değerleme Analizi Yaklaşımları

- Uygulanan değerleme yöntemleri: İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA"), Piyasa Çarpanları (Benzer Şirketler Metodolojisi ("CoCos"), Benzer İşlemler Metodolojisi ("CoTrans"))
- Tarafımıza 31 Mayıs 2015 tarihli geçmiş dönem bilanço ve gelir tabloları ile 01 Haziran 2015 – 31 Aralık 2019 tahmini dönem projeksiyonları, İsdemir Yönetimi'nce temin edilmiştir.
- İNA metoduna göre, Şirket'in tahmini dönem nakit akımları bugünkü değerine indirgenmekte, böylelikle işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilmektedir.
- İNA metodu dışında Piyasa Çarpanları çerçevesinde demir çelik sektöründe faaliyet gösteren ve halka açık benzer şirketler ve benzer işlemler analiz edilmiştir.

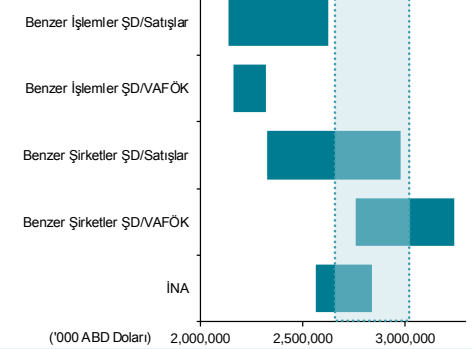
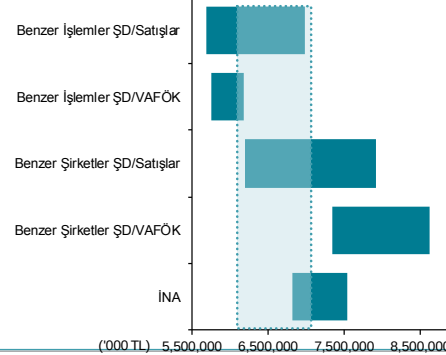
#### İndirgeme Oranı

- ABD Doları bazlı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") %10.8 olarak hesaplanmıştır.

#### Değerleme Sonucu

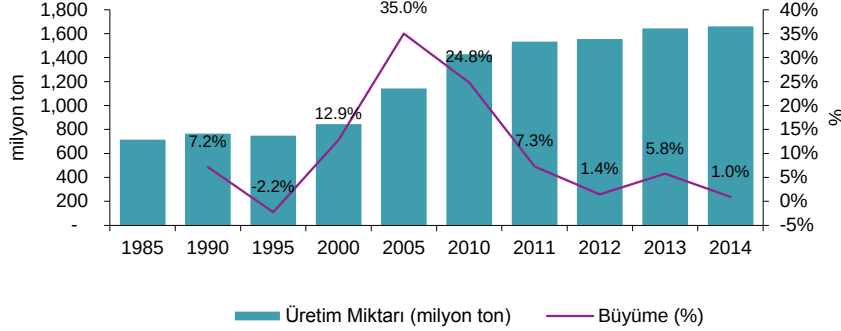
Değerleme metodlarına göre elde edilen sonuçlar dikkate alındığında, Değerleme Tarihi itibariyle İsdemir' ait **Özsermaye Değeri 2.389.950 – 2.800.341 bin ABD Doları** aralığında hesaplanmıştır.

İsdemir'in 2015 yılı tahmini VAFÖK rakamı ve belirlenen VAFÖK çarpanlarına göre net borç öncesi **Şirket Değeri 2.968.385 ile 3.447.455 bin ABD Doları** aralığında hesaplanmıştır. Şirket'in Değerleme Tarihi itibariyle 207.507 bin ABD Doları olan net borcu göz önünde bulundurularak hesaplanan **Özsermaye Değeri ise 2.760.878 ile 3.239.948 bin ABD Doları** aralığındadır. Değerleme metodlarına göre sonuçlar dikkate alındığında, 29 Mayıs 2015 tarihli T.C. Merkez Bankası USD / TL alış – satış ortalaması olan 2.6611 dikkate alınarak hesaplanan İsdemir' ait **Özsermaye Değeri 6.359.896 – 7.451.987 bin TL'dir**. Bu sonuca göre birim hisse değer aralığı 2,19 TL ile 2,57 TL aralığındadır.





### Dünya Ham Çelik Üretimi



Kaynak: Dünya Çelik Örgütü

Dünya ham çelik üretimi 1990 – 2014 yılları arası %2.9 yıllık birleşik büyüme oranında büyüme göstermiştir. Dünyada ham çelik üretimi 1985 yılında 719 milyon ton iken 2014 yılında üretim rakamı 1,665 milyon tona ulaşmıştır. Özellikle son 10 yıllık dönemde istikrarlı bir şekilde büyüme gösteren çelik üretimi 2008 ve 2009 yıllarında global piyasalarda yaşanan resesyondan etkilenmiş ve 2007 yılında 1,341 milyon ton olan üretim miktarı 2009 yılında 1,236 milyon tona gerilemiştir. 2010 ve 2011 yıllarında global ekonomilerde yaşanan toparlanma ve özellikle inşaat sektöründe yaşanan hareketlilikten dolayı sektör 2010 yılında yaklaşık %16 ve 2011 yılında ise yaklaşık %7 oranında büyüme göstermiş dünyada ham çelik üretimi 2011 yılında toplam 1,527 milyon ton rakamına ulaşmıştır.

### Dünya Ham Çelik Üretim Sıralaması ('000 Ton)

| Ülkeler                 | 2011<br>Üretim<br>Rakamları | 2012<br>Üretim<br>Rakamları | 2013<br>Üretim<br>Rakamları | 2014<br>Üretim<br>Rakamları | Ülkeler          | 2011<br>Üretim<br>Rakamları | 2012<br>Üretim<br>Rakamları | 2013<br>Üretim<br>Rakamları | 2014<br>Üretim<br>Rakamları |
|-------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 1) Çin Halk Cumhuriyeti | 701,968                     | 731,040                     | 821,990                     | 822,700                     | 12) Tayvan       | 20,174                      | 20,664                      | 22,282                      | 23,250                      |
| 2) Japonya              | 107,601                     | 107,232                     | 110,595                     | 110,665                     | 13) Meksika      | 18,110                      | 18,073                      | 18,208                      | 18,977                      |
| 3) ABD                  | 86,398                      | 88,695                      | 86,878                      | 88,347                      | 14) Fransa       | 15,780                      | 15,609                      | 15,685                      | 16,143                      |
| 4) Hindistan            | 73,471                      | 77,264                      | 81,299                      | 83,208                      | 15) İran         | 13,197                      | 14,463                      | 15,422                      | 16,331                      |
| 5) Rusya                | 68,852                      | 70,426                      | 68,856                      | 70,651                      | 16) İspanya      | 15,504                      | 13,639                      | 14,252                      | 14,163                      |
| 6) Güney Kore           | 68,519                      | 69,073                      | 66,061                      | 71,036                      | 17) Kanada       | 12,891                      | 13,507                      | 12,415                      | 12,595                      |
| 7) Almanya              | 44,284                      | 42,661                      | 42,645                      | 42,946                      | 18) İngiltere    | 9,478                       | 9,579                       | 11,858                      | 12,065                      |
| 8) Türkiye              | 34,107                      | 35,885                      | 34,654                      | 34,035                      | 19) Polonya      | 8,801                       | 8,358                       | 7,950                       | 8,620                       |
| 9) Brezilya             | 35,220                      | 34,524                      | 34,163                      | 33,912                      | 20) Güney Afrika | 7,546                       | 6,938                       | 7,254                       | 7,210                       |
| 10) Ukrayna             | 35,332                      | 32,975                      | 32,771                      | 27,170                      | <b>Toplam</b>    | <b>1,405,608</b>            | <b>1,437,857</b>            | <b>1,529,318</b>            | <b>1,537,759</b>            |
| 11) İtalya              | 28,375                      | 27,252                      | 24,080                      | 23,735                      | <b>Dünya</b>     | <b>1,537,206</b>            | <b>1,559,472</b>            | <b>1,649,303</b>            | <b>1,665,000</b>            |

Kaynak: Dünya Çelik Örgütü

Dünya Ham Çelik üretiminde Çin Halk Cumhuriyeti Dünya Çelik Üretimi'nin %49'unu gerçekleştirmektedir. Buna göre Çin Halk Cumhuriyeti'nin yapmış olduğu üretim miktarı Dünya piyasasındaki çelik ve metal ham madde birim fiyatlarının belirlenmesinde önemli etkiye sahiptir. Çin Halk Cumhuriyeti'nde düşen talep ile ortaya çıkan fazla kapasite global pazarlara yönlendirilmiş; bu durum dünya demir-çelik fiyatları üzerinde baskı oluşturmuştur. 2014 yılsonu itibarıyla Dünya Çelik Örgütü verilerine göre, Türkiye, Dünya Ülkeleri sıralamasında çelik üretiminde 8. sırada yer almaktadır. Dünya genelinde yaşanan ekonomik gelişmelerden en çok etkilenen sektörlerden birisi çelik sektörüdür. Buna göre gelişen ülkelerde konuta olan ihtiyacın ve otomobile olan talebin artması ile birlikte dünya toplam çelik üretiminde de artış beklenmektedir.

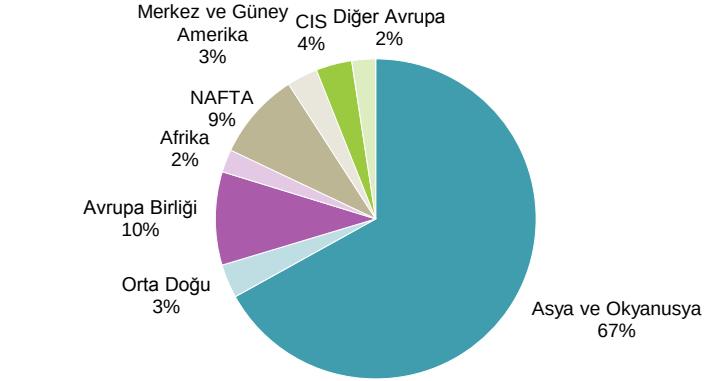


## Dünya Çelik Ürünleri Tüketimi

| Nihai Çelik Ürünleri Tüketimi |              |              |              |              |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (milyon ton)                  | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         |
| Çin Halk Cumhuriyeti          | 641.2        | 660.1        | 735.1        | 710.8        |
| ABD                           | 89.2         | 96.2         | 95.7         | 106.9        |
| Hindistan                     | 69.8         | 72.4         | 73.7         | 75.3         |
| Japonya                       | 64.1         | 63.9         | 65.2         | 67.5         |
| Güney Kore                    | 56.4         | 54.1         | 51.8         | 55.4         |
| Rusya                         | 41.5         | 42.8         | 43.8         | 43.1         |
| Almanya                       | 40.7         | 37.5         | 38           | 39.2         |
| Türkiye                       | 26.9         | 28.5         | 31.3         | 30.7         |
| Brezilya                      | 25           | 25.2         | 26.4         | 24.6         |
| Meksika                       | 19.8         | 20.9         | 20.1         | 22.5         |
| İtalya                        | 26.5         | 21.5         | 22           | 22.1         |
| Tayvan                        | 18.1         | 17.8         | 18.5         | 19.6         |
| İran                          | 20.9         | 18.2         | 16.7         | 17.3         |
| Kanada                        | 14.2         | 15.6         | 14.1         | 15.2         |
| Fransa                        | 14           | 12.6         | 12.6         | 12.5         |
| <b>Dünya</b>                  | <b>1,412</b> | <b>1,439</b> | <b>1,528</b> | <b>1,537</b> |

Kaynak: Dünya Çelik Örgütü

## 2014 Küresel Çelik Talebi

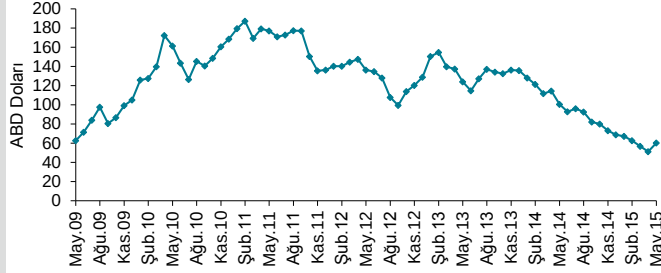


Kaynak: Dünya Çelik Örgütü

Geçtiğimiz 10 yılda, Çin Halk Cumhuriyeti başta olmak üzere Asya ve Okyanusya ülkeleri çelik talebini yönlendirmiştir. Çin Halk Cumhuriyeti'nde son yıllarda gözlemlenen duraklamaya rağmen, Çin Halk Cumhuriyeti 2014 yılında küresel talebin %46'sını oluşturmuştur. 2014 yılında Asya ve Okyanusya ülkelerinin toplam çelik talebi içinde payı ise %67 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, Dünya Çelik Örgütü 2014 yılıyla beraber çelik piyasasında yeni bir dönemin başladığına son on yılda çelik endüstrisi büyümesinde temel itici güç olan Çin Halk Cumhuriyeti'nin öneminin önümüzdeki 10 yıl içinde azalacağına, yeni pazarların talebin itici gücü olarak öne çıkacağına dikkat çekmektedir. Dünya Çelik Örgütü, 2014-2030 döneminde dünya genelinde 1 milyar insanın kentlere göç etmesinin beklendiğine, kentleşmenin su, enerji ve toplu taşıma sistemleri gibi yeni altyapı yatırımlarını, inşaat ve konut programlarını arttırmak suretiyle önümüzdeki dönemde talepte önemli bir temel itici güç olarak öne çıkacağına dikkat çekmektedir.

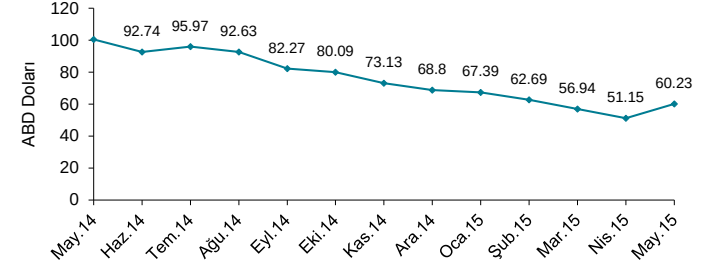
**Demir-çelik üretiminde artışın devam etmesine karşılık, Dünyanın en büyük demir-çelik tüketicisi olan Çin Halk Cumhuriyeti'nin bu üretim artışını karşılayacak şekilde bir büyüme gerçekleştirmesinin beklenmemesi arz fazlası yaratmaktadır. 2015-2017 yılları arasında global sektör oyuncuları küresel bir arz fazlası tahmin etmektedir. 2015 yılına ait ilk 7 aylık dönemde, ortalama demir cevheri fiyatları 45 – 55 ABD doları seviyelerinde gerçekleşmiştir. 2016 ve 2017 yıllarında da demir cevheri fiyatlarında düşüş beklentisi devam etmektedir.**

Demir Cevheri Endeks Fiyatı 2009-2015



Kaynak: Steel Index

Demir Cevheri Endeks Fiyatı 2014-2015



Kaynak: Steel Index

Demir cevheri fiyat endeksindeki düşüşün ardında, emtia fiyatlarındaki düşüş trendine ek olarak büyük üreticilerin fazla kapasitelerini doldurma ve ellerindeki stokları tüketme çabalarıyla üretim ve/veya satışlarını arttırmasının etkili olduğu görülmektedir.

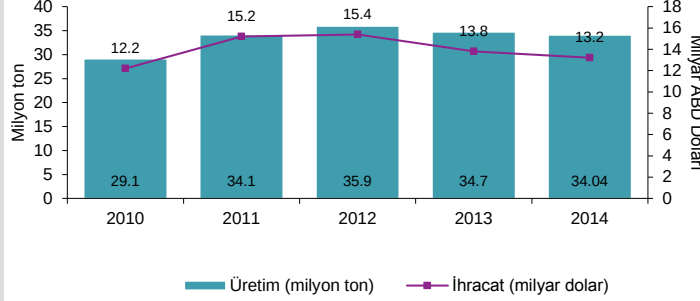
Dünya ham çelik üretiminde Çin Halk Cumhuriyeti'nin %49'unu gerçekleştirdiği düşünüldüğünde; Çin Halk Cumhuriyeti'nin yapmış olduğu üretim miktarının Dünya piyasasındaki çelik ve metal ham madde birim fiyatlarının belirlenmesinde önemli etkiye sahip olduğu görülmektedir. 2000-2010 döneminde Çin Halk Cumhuriyeti'nde gözlenen yüksek talep, ülkede kapasite yatırımlarını arttırmış, kapasite fazlasına neden olmuştur. 2010 sonrası Çin Halk Cumhuriyeti'ndeki talep düşüş ve 2014 yılında konut arz fazlası ile iç talebin azalması, Çinli üreticilerin düşük fiyatlarla ürünler pazara sürmesi ile dünya çelik ve ham madde fiyatlarında baskı oluşturmuştur. Çin Halk Cumhuriyeti'nin kapasite fazlasına çözüm bulmak için ortaya koyduğu Uyum Politikaları da başarısız olmuştur.

Çin Halk Cumhuriyeti'ndeki zayıflamanın yanı sıra Avustralya ve Brezilya gibi büyük üreticilerin de üretim artışları ve Hindistan'da da zengin cevher yatakları bulunan bölgelerde çevresel nedenlerle durdurulan üretimin 2015'te yeniden başlayacağı öngörüsü de fiyatları baskılayan ve baskılanmaya devam edeceğine dair beklentilere destek veren bir diğer gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır.

Türkiye özelinde değerlendirdiğimizde, Körfez Ülkeleri'nin düşen petrol fiyatları ile demir-çelik ithalatlarını asgari seviyelere çekmeleri, rublenin değer kaybetmesi ile Rusya'nın Türkiye'ye kıyasla fiyat avantajı elde etmesi, Euro'nun değer kaybetmesi ile Türkiye'nin AB'ye ihracatı zorlaşması ve AB'deki demir-çelik üreticilerinin maliyetlerinin ucuzlaması Türkiye'deki demir-çelik fiyatlarında baskı oluşturacaktır.

Çelik üretimi ve ihracatında 2013 ve 2014 yıllarında yaşanan daralma, 2015 yılında da devam etmektedir. Buna karşın, çelik iç talebinde artış gözlenmekte ve iç talep ithalatla karşılanmaktadır. %32 seviyesindeki atıl kapasiteye rağmen, 2014 yılında 14 mn ton çelik ithalatı yaparak Türkiye çelikte 7. büyük ithalatçı konumuna gelmiştir.

### Türkiye Çelik Üretimi ve İhracatı

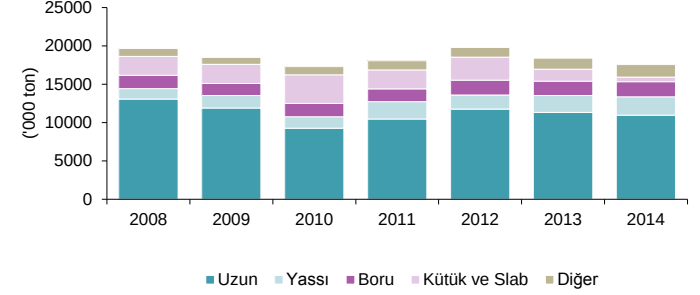


Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

2012 yıl sonuna kadar dünyanın en hızlı büyüyen sektörleri arasında gösterilen Türk çelik sektöründe, dünyadaki büyüme eğiliminin devam ettiği 2013 ve 2014 yıllarında daralma yaşandı ve 2015 yılında da bu daralmanın devam ettiği görülmektedir. 2014 yılında, dünya ham çelik üretiminin % 0.8 oranında artış gösterdiği; buna karşın Türkiye'nin ham çelik üretiminin % 1.8 oranında gerilediği görülmektedir. 2015 yılının Ocak-Mart dönemi itibarıyla, ham çelik üretimi % 9, ihracatı ise % 20 civarında azalma göstermiştir.

Türkiye'de üretim ve ihracat düşüş gösterirken, iç talepte artış gözlenmektedir. Örneğin; üretim ve ihracatın hızla düşüş gösterdiği Ocak-Şubat 2015 döneminde çelik ürünleri tüketimi %6.6, ithalatı ise %31 artış göstermiştir. Çelik Üreticileri Derneği, çelik üretim ve ihracatı düşerken artan iç talebin ağırlıklı bir şekilde ithalat ile karşılanmasının nedenlerini; ithal girdi kullanımının pek çok uygulama ile desteklenmesi, standartlara uygun olmayan kalitesiz ve sertifikasız ürünlerin kolaylıkla pazara girebilmesi, Orta Doğu ve Kuzey Afrika bölgelerindeki istikrarsızlığın devam etmesi, bu bölgelerdeki petrol üreticisi ülkelerin gelirlerindeki azalma ile taleplerini dizginlemeleri olarak açıklamaktadır.

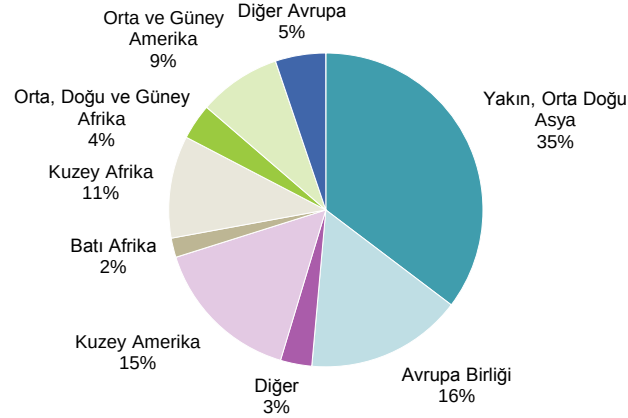
### Ürün Gruplarına Göre Türkiye Çelik İhracatı



Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

2014 yılı çelik ihracatı verileri bölgeler bazında incelendiğinde; yıllık bazda %19.1'lik düşüşe rağmen 6.2 milyon tonluk ihracat ile Orta Doğu Asya'nın en büyük ihrac pazarı konumunu koruduğu gözlenmektedir. AB ve Kuzey Amerika'daki ekonomik toparlanmanın Türkiye'nin çelik ihracatına da olumlu yansıdığı; AB ülkelerinin 2.8 milyon ton ile ikinci; Kuzey Amerika'nın 2.7 mn ton ile üçüncü en büyük ihrac pazarı olduğu görülmektedir.

2014 Yılı Ülkelere Göre Türkiye Çelik İhracatı ('000 ton)

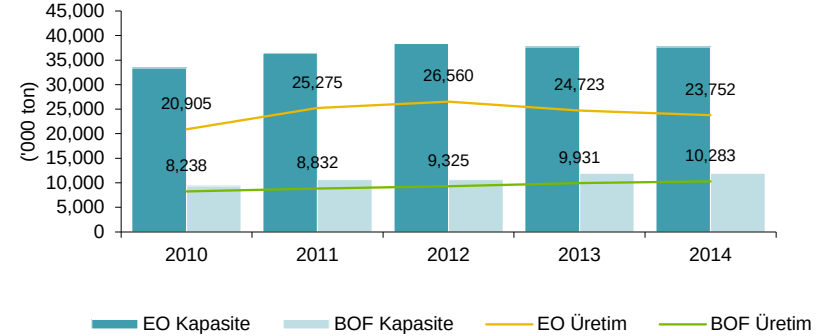


Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği

Çelik ihracatı bölge bazında değerlendirildiğinde, 2013 yılında olduğu gibi 2014'te de ihracatın ağırlıklı olarak Orta Doğu ve Körfez ülkeleri, Avrupa Birliği, Kuzey Amerika ve Kuzey Afrika ülkelerine yapıldığı görülmektedir. Orta Doğu ülkelerine yapılan ihracat, değerinde %20 azalış ile 4.2 milyar dolar ve miktarda yaklaşık %19.1 düşüş ile 6.2 milyon ton seviyelerine gerilemiş, fakat 2013 yılında olduğu gibi Yakın ve Orta Doğu %35 payla en çok ihracat gerçekleştirilen bölge olma özelliğini korumuştur. Dünya Çelik Örgütü'nün verilerinde de görülen Avrupa ve ABD piyasalarındaki toparlanma, Türkiye'nin bu bölgelere yaptığı ihracat rakamlarına da olumlu yansımıştır. AB'ye yapılan ihracat, değerinde %7.1 artışla yaklaşık 2.7 milyar dolar ve miktarda %0.6 artışla 2.8 milyon ton seviyesinde gerçekleşmiş; toplam ihracatın %16'sını oluşturmuştur. Aynı şekilde, Kuzey Amerika'ya yapılan çelik ihracatı, önceki yıla oranla değerinde %85.1 artış göstererek 1.8 milyar dolar ve miktarda %98.1 artış ile yaklaşık 2.7 milyon ton olarak gerçekleşerek, toplam ihracatın %15'ini oluşturmuştur.

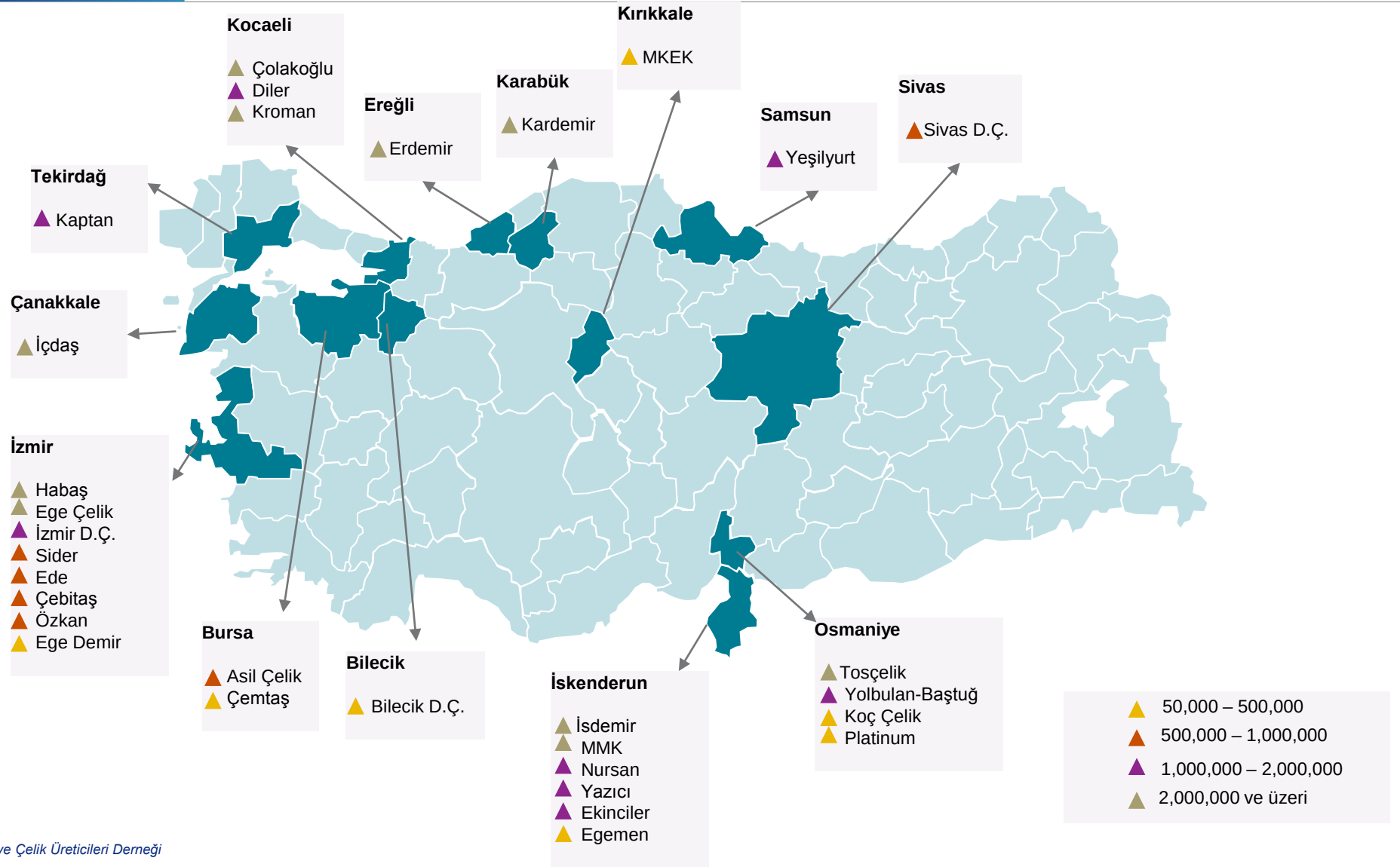
Türkiye Çelik Üreticileri Derneği'nden elde edilen çalışmada, 2013 yılına ait kapasite verileri yukarıdaki grafikte gösterilmiştir. 2014 yılına ait kapasite rakamları dikkate alınırken 2013 yılı verileri kullanılmıştır. 2013 yılı verilerine göre toplam kapasite içerisinde elektrik ark ocaklı tesislerin payı, %76 seviyesine ulaşırken; yeni tesis yatırımlarının elektrik ocaklı tesis ağırlıklı gelişmesi neticesinde 2014 yılında ham çelik üretiminin %69.8'i, yani 23.8 milyon tonu elektrik ocaklı tesislerde, %30.2'si, yani 10.3 milyon tonu bazik oksijen fırınlı tesislerde üretilmiştir.

Türkiye Ham Çelik Kapasitesi ve Üretimi



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

Not: 2014 yılı EO VE BOF kapasite verileri için 2013 yılı kapasite verileri dikkate alınmıştır.



Kaynak: Türkiye Çelik Üreticileri Derneği

İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. ("İsdemir"), 1970'de kurulmuş ve Türkiye'nin ham çelik üretim kapasitesine göre en büyük entegre demir ve çelik fabrikasıdır. Ayrıca, 2008'de devreye giren yıllık 3.5 milyon ton sıcak haddeleme kapasitesi ile Türkiye'de uzun ve yassı ürün üreten tek entegre tesisi konumundadır.

İsdemir hisselerinin tamamı Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından, 31 Ocak 2002 tarihli Hisse Devir Sözleşmesi ile, yassı üretime geçilmesine yönelik yatırımların yapılması şartı ile 50 milyon ABD Doları bedeliyle Erdemir'e devredilmiştir. Oyak'ın Erdemir'i satın alması ile birlikte; 27 Şubat 2006 tarihinde İsdemir, OYAK çatısı altında faaliyet göstermeye başlamıştır. Halen İsdemir hisselerinin %95,07'si Erdemir'e, %4,93'ü ise diğer sahiplere aittir.

İsdemir, İstanbul Sanayi Odası'nın ("İSO") Türkiye'nin En Büyük 500 Sanayi Kuruluşu sıralamasında 2013 yılındaki 9. ve 2014 yılında ise 2 sıra yükselerek 7. sırada yer almıştır.

İsdemir Yönetimi'nden aldığımız bilgilere göre; İsdemir'e ait yurtiçi satışlarının büyük bir çoğunluğunu grup şirketi Erdemir'in online platformu üzerinden yapılmaktadır. Bu sebeple bu satışlar Erdemir Grup satışları olarak kaydedilmekte ve izlenmektedir. İsdemir'in kendi operasyonları yerine Erdemir üzerinden satış yapması grup seviyesinde hem müşteri portföyü hem de kredi yönetimi açısından Erdemir ve İsdemir'e esneklik sağlamaktadır. Nakit yönetiminin grup bazında yapılması nedeniyle İsdemir bilançosunda nakit bulunmamakta, bunun yerine piyasa faizi işletilen ticari olmayan grup içi alacaklar yer almaktadır. İsdemir ihracat ve uzun çelik satışlarını ise kendi altyapısı kullanılarak gerçekleştirilmektedir.

2014 yılında toplam yassı ürün satışları %17 artarak 2,9 milyon ton seviyesine ulaşmıştır. Uzun ürün satışları ise %14 azalarak 1.2 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Şirket 292 bin ton yassı ürün ve 227 bin ton uzun ürün olmak üzere toplamda 519 bin ton nihai mamül ihraç etmiştir.

İsdemir Türkiye' de aynı zamanda yassı ve uzun ürün üretebilen tek entegre yassı çelik üreticisi konumundadır.

| İsdemir - Üretim Değerleri |              |              |              |              |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ('000 Ton)                 | 31.12.2012   | 31.12.2013   | 31.12.2014   | 30.06.2015   |
| Slab                       | 662          | 488          | 693          | 232          |
| Yassı Mamül                | 2,351        | 2,518        | 2,840        | 1,531        |
| Uzun Mamül                 | 1,520        | 1,356        | 1,153        | 636          |
| Kütük                      | 945          | 775          | 588          | 339          |
| Kangal                     | 575          | 581          | 564          | 297          |
| <b>Nihai Mamül</b>         | <b>4,533</b> | <b>4,362</b> | <b>4,686</b> | <b>2,399</b> |

Kaynak: İsdemir faaliyet raporu 2014

| İsdemir - Ortaklık Yapısı (30.06.2015)                               |                      |             |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------|-------------|
| Pay Sahibi                                                           | Hisse Tutarı (TL)    | %           |
| Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.                             | 2,756,977,715        | 95.07%      |
| İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. Çalışanları Yardımlaşma Sandığı Vakfı | 143,022,285          | 4.93%       |
| Tarafından Hisse Dağıtımı Yapılan Gerçek Kişiler                     |                      |             |
| <b>Toplam Sermaye</b>                                                | <b>2,900,000,000</b> | <b>100%</b> |

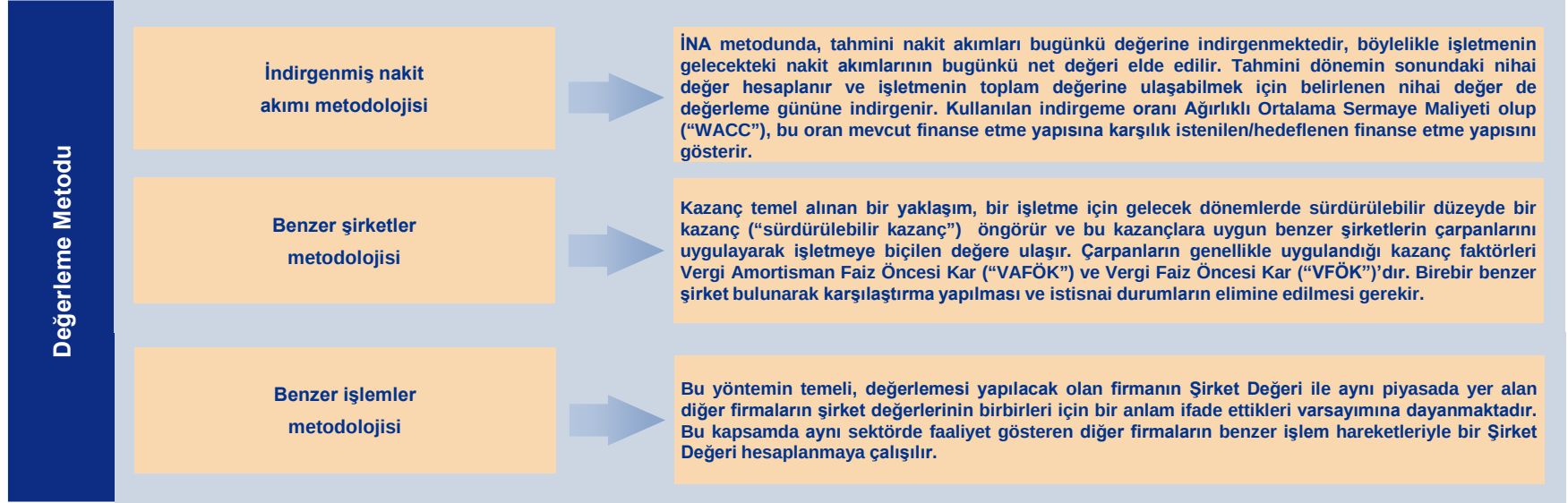
Kaynak: İsdemir faaliyet raporu 2014

| İsdemir - Satış Miktarları |              |              |              |              |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| ('000 Ton)                 | 31.12.2012   | 31.12.2013   | 31.12.2014   | 30.06.2015   |
| Slab                       | 650          | 458          | 697          | 259          |
| Yassı Mamül                | 2,328        | 2,497        | 2,908        | 1,442        |
| Uzun Mamül                 | 1,468        | 1,345        | 1,163        | 648          |
| Kütük                      | 913          | 754          | 625          | 341          |
| Kangal                     | 555          | 591          | 538          | 307          |
| <b>Nihai Mamül</b>         | <b>4,446</b> | <b>4,300</b> | <b>4,768</b> | <b>2,349</b> |

Kaynak: İsdemir faaliyet raporu 2014

# Değerleme analizi yaklaşımları





### Uygulanan Metotlar

KPMG Kurumsal Finansman tarafından Şirket Değeri ("ŞD") aralığının belirlenmesi için Piyasa Çarpanları analizi (Benzer Şirketler metodu ve Benzer İşlemler Metodu) ve İNA ("İndirgenmiş Nakit Akımları") analizi dikkate alınmıştır.

Şirket Değeri'nin genellikle kabul edilen tanımı, bir işletmenin (varlığın), istekli alıcı ve satıcı arasında, iki tarafın da almak ya da satmak için etki altında kalmadan ve Değerleme Tarihi itibarıyla makul düzeyde gerekli bilgiye sahip olarak, el değiştirileceği fiyattır. Yukarıda tanımlanan metodolojilerin her biri işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilir; ancak, bu metotların uygunluğu değerlendirme yapılan şirketin özelliklerine göre değişir.

Benzer Şirketler Analizi, İNA analizi sonuçlarının halka açık benzer şirketlerin finansal performansı ile karşılaştırılmasında ve Şirket'in karşılaştırılmalı değer analizinin yapılmasında kullanılmıştır.

Uygun bir değerlendirme metodunun seçilmesinde aşağıdaki unsurlar etkili olmuştur.

- Şirket'in operasyonlarının içeriği,
- Geçmiş ve tahmini mali bilgilerin hazır bulunması
- Gelecek beklentilerinin değere etkisini yansıtan en etkin analizin İNA olması
- İNA analizinin tahmini dönem için Şirket'in kendine özgü karakteristik özelliklerini yansıtmaması
- İNA analizinin operasyonel ve finansal riskleri göz önüne alması

### Genel Varsayımlar

İlerleyen sayfalarda sunulan İsdemir'e ait değerleme analizleri, İsdemir'in 31 Mayıs 2015 ("Değerleme Tarihi") itibarıyla Şirket Değeri'ni hesaplamaya yönelik olarak hazırlanmıştır. Demir çelik sektör dinamikleri ve Şirket'in operasyonel geçerli para cinsi doğrultusunda değerleme ABD Doları bazında analiz edilmiştir.

İsdemir'e ait 2011-2014 geçmiş dönem TMS / TFRS bazlı finansal tabloları ile 2015-2019 tahmini dönem mali verileri İsdemir Yönetimi'nce tarafımıza temin edilmiştir. Geleceğe yönelik finansal tahminler, Şirket Yönetimi tarafından belirlenen hedefler ve stratejiler doğrultusunda oluşturulmuş olup bu tahminler Müşteri ve Şirket Yönetimi ile görüşülerek, tarafımızca sorgulanarak geçmiş yıllarla karşılaştırılmış ve halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.

### İNA ("İndirgenmiş Nakit Akımları") Analizi

İsdemir için İNA analizine baz olan tahmini dönem 01 Ocak 2015 – 31 Aralık 2019 tarihleri arasında kapsamaktadır. Tahmini dönemin sonunda, Şirket tarafından üretilen nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır. 2019 yılından itibaren İsdemir'in mevcut operasyonlarının sabit bir nihai dönem büyüme oranı ile büyümesi beklenmektedir. İsdemir'in nihai dönem değeri hesaplanırken 2019 yılından itibaren satış gelirinin uzun vadeli ABD Doları enflasyon beklentisi olan %2.0 oranında büyüyeceği öngörülmüştür (Kaynak: Economist Intelligence Unit). Değerleme çalışmasında Türkiye Cumhuriyeti'nde ("T.C.") geçerli vergi oranı olan %20 ("Kurumlar Vergisi") baz alınmıştır.

Projeksiyon dönemlerinde İsdemir'in öngördüğü yatırım tutarları Şirket yönetimince belirlenmiş olup, nihai dönem yatırım tutarının amortisman kadar gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, öngörülen yatırım planlarının Şirket'in verimliliğini olumlu yönde etkileyebilecek kalemlerden oluştuğu öğrenilmiştir. Yıllar bazında yatırım tutarları ekler bölümünde görülebilir.

İsdemir'e ait amortisman tutarları hesaplanırken, Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucu, projeksiyon dönemlerinde yapılması beklenen yatırımların tahmini ömürleri ve amortisman tutarları bu yaklaşım dikkate alınarak hesaplanmıştır.

İsdemir'in nakit akımları İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre ABD Doları bazlı %10.8'lik AOSM indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiştir.

### Benzer Şirketler Metodu

Bu yöntemi kullanarak, değerlemesi yapılan firma ile aynı faaliyetleri yürüten yurtiçi veya yurtdışı piyasalarda halka açık benzer firmalara bakılır ve değerlemesi yapılan firmanın şirket değeri ile yurtiçi veya yurtdışı piyasalarda yer alan firmaların şirket değerlerinin birbirleri için bir anlam ifade ettikleri varsayımı dikkate alınır.

İsdemir benzer şirketler analizinde, Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") ve yurtdışı borsalarda işlem gören ve faaliyetleri açısından İsdemir ile benzerlik gösteren demir ve çelik üreticileri analiz edilmiştir. Analiz sonucu İsdemir'e benzerlik gösterdiği düşünülen demir ve çelik üreticileri seçilmiştir ve sektörde sıklıkla kullanılan ŞD/Satışlar ve ŞD/VAFÖK çarpanları uygulanmıştır.

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = K_e * (E/(D+E)) + K_d * (1-T) * (D/(D+E))$$

$K_e$ =özsermaye maliyeti;  $E$ =özsermayenin piyasa değeri;  $K_d$ =finansal borç maliyeti;  $D$ =finansal borcun piyasa değeri;  $T$ =kurumlar vergisi oranı

### Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \alpha$$

$R_f$  = risksiz getiri oranı

$R_m$  = beklenen ortalama piyasa getirisi

$(R_m - R_f)$  = bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi

$\beta$  = bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı

$\alpha$  = şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”)’nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası (FED) 2015 yılı Mayıs ayı 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla 2.88%’dir.

Türkiye’ye özgü risk priminin %2.6 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türk yatırım ortamı için %5.0 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.

Şirkete özgü risk primi %3.84 olarak belirlenmiştir. Şirkete özgü risk primi belirlenirken sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır. Şirketlere özgü risk primi; hisselerin likiditesi, faaliyet gösterilen sektör, şirketin personeline, ana tedarikçilerine ve müşterilerine olan bağımlılığı, kur risklerine olan hassaslığı ve 2014 Ibbotson Associates kriterleri gibi faktörler göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.

İsdemir’e uygun beta çarpanını hesaplamak için yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından İsdemir’e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiş ve kullanılmıştır. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalaması göz önüne alınarak hesaplanan işlem görmemiş aktif beta 0.74’tür. Şirketin ABD Doları borçlanma oranı %56.01 olarak hesaplanmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, serbest nakit akımları %10.8’lik AOSM indirgeme oranı ile indirgenmiştir. AOSM hesaplamasının detayını içeren tablo Rapor’un ekler bölümü içerisinde yer almaktadır.

# Değerleme analizleri

Gerçekleşen dönemde gözlenen ton başına fiyatlardaki daralmaya karşılık; etkin maliyet yönetimi ile toplam brüt kar/tonaj ve VAFÖK/tonaj her yıl artış göstermiştir. Buna karşılık; yönetim bütçesi tahmini dönemde bu temel performans göstergelerini muhafazakar bir yaklaşımla gerçekleştirmelerin altında tutmuştur.

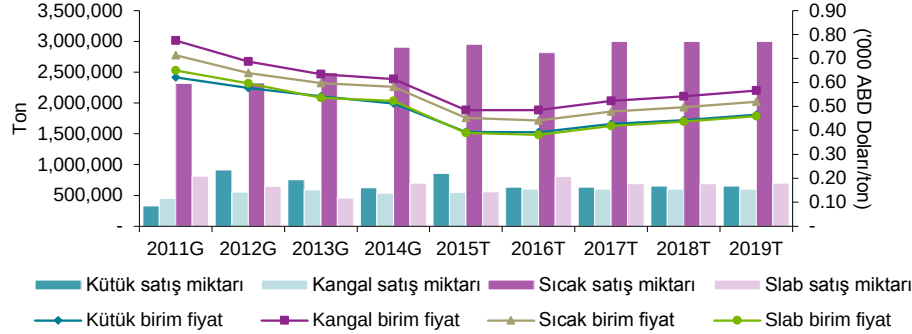
İsdemir Yönetiminden temin edilen bilgilere göre İsdemir'e ait toplam satışlar, Kütük, Kangal, Sıcak ve Slab olmak üzere, dört başlık altında toplanmış olup, bunlardan en büyük pay sıcak haddelenmiş yassı çelikten oluşmaktadır.

| İsdemir- Gelir Tablosu                       |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
|----------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                            | TMS / TFRS       |                  |                  | Yönetim Raporları |                  |                  |                  |                  |
|                                              | 2012G            | 2013G            | 2014G            | 2015T             | 2016T            | 2017T            | 2018T            | 2019T            |
| <b>Toplam Satış Gelirleri</b>                | <b>3,012,812</b> | <b>2,735,923</b> | <b>2,866,902</b> | <b>2,276,454</b>  | <b>2,241,453</b> | <b>2,464,726</b> | <b>2,560,310</b> | <b>2,676,205</b> |
| Büyüme %                                     | (1.3%)           | (9.2%)           | 4.8%             | (20.6%)           | (1.5%)           | 10.0%            | 3.9%             | 4.5%             |
| Satışların Maliyeti (-)                      | (2,715,825)      | (2,231,596)      | (2,249,575)      | (1,889,260)       | (1,840,291)      | (1,987,633)      | (2,122,591)      | (2,232,292)      |
| /Toplam Satış Gelirleri                      | (90.1%)          | (81.6%)          | (78.5%)          | (83.0%)           | (82.1%)          | (80.6%)          | (82.9%)          | (83.4%)          |
| <b>Brüt Kar/(Zarar)</b>                      | <b>296,987</b>   | <b>504,328</b>   | <b>617,326</b>   | <b>387,194</b>    | <b>401,162</b>   | <b>477,092</b>   | <b>437,720</b>   | <b>443,913</b>   |
| Toplam Brüt Kar / Tonaj - USD                | 66.8             | 117.3            | 129.5            | 78.7              | 82.6             | 96.9             | 88.6             | 89.7             |
| Brüt Kar %                                   | 9.9%             | 18.4%            | 21.5%            | 17.0%             | 17.9%            | 19.4%            | 17.1%            | 16.6%            |
| <b>Faaliyet Giderleri</b>                    |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri (-)    | (29,481)         | (25,852)         | (26,210)         | (24,922)          | (25,761)         | (26,141)         | (26,532)         | (26,935)         |
| Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri/Satış % | 1.0%             | 0.9%             | 0.9%             | 1.1%              | 1.1%             | 1.1%             | 1.0%             | 1.0%             |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                  | (30,831)         | (32,108)         | (32,349)         | (37,135)          | (37,878)         | (38,394)         | (38,926)         | (39,474)         |
| Genel Yönetim Giderleri/Satış %              | 1.0%             | 1.2%             | 1.1%             | 1.6%              | 1.7%             | 1.6%             | 1.5%             | 1.5%             |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)        | (222)            | (256)            | (371)            | (15)              | -                | -                | -                | -                |
| <b>Faaliyet Karı/(Zararı)</b>                | <b>236,453</b>   | <b>446,112</b>   | <b>558,396</b>   | <b>325,123</b>    | <b>337,523</b>   | <b>412,558</b>   | <b>372,262</b>   | <b>377,504</b>   |
| Faaliyet Karı %                              | 7.8%             | 16.3%            | 19.5%            | 14.3%             | 15.1%            | 16.7%            | 14.5%            | 14.1%            |
| <b>VFÖK</b>                                  | <b>236,453</b>   | <b>446,112</b>   | <b>558,396</b>   | <b>325,123</b>    | <b>337,523</b>   | <b>412,558</b>   | <b>372,262</b>   | <b>377,504</b>   |
| VFÖK marjı %                                 | 7.8%             | 16.3%            | 19.5%            | 14.3%             | 15.1%            | 16.7%            | 14.5%            | 14.1%            |
| Amortisman                                   | 103,557          | 107,821          | 102,599          | 109,166           | 116,160          | 124,646          | 134,094          | 142,442          |
| Amortisman/Satış %                           | 3.4%             | 3.9%             | 3.6%             | 4.8%              | 5.2%             | 5.1%             | 5.2%             | 5.3%             |
| <b>VAFÖK</b>                                 | <b>340,010</b>   | <b>553,933</b>   | <b>660,995</b>   | <b>434,289</b>    | <b>453,683</b>   | <b>537,204</b>   | <b>506,356</b>   | <b>519,946</b>   |
| VAFÖK / Tonaj - USD                          | 76.5             | 128.8            | 138.6            | 88.3              | 93.4             | 109.1            | 102.5            | 105.0            |
| VAFÖK marjı %                                | 11.3%            | 20.2%            | 23.1%            | 19.1%             | 20.2%            | 21.8%            | 19.8%            | 19.4%            |

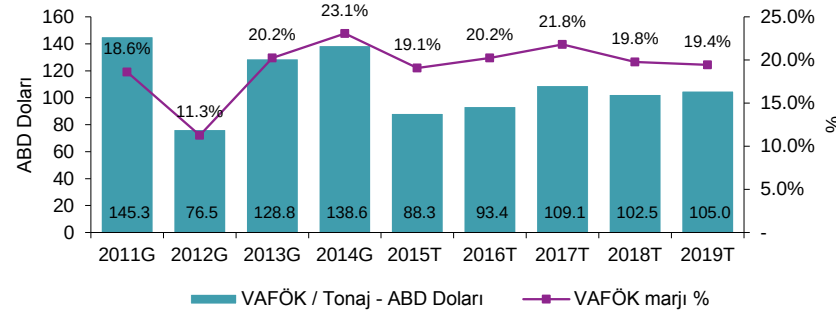
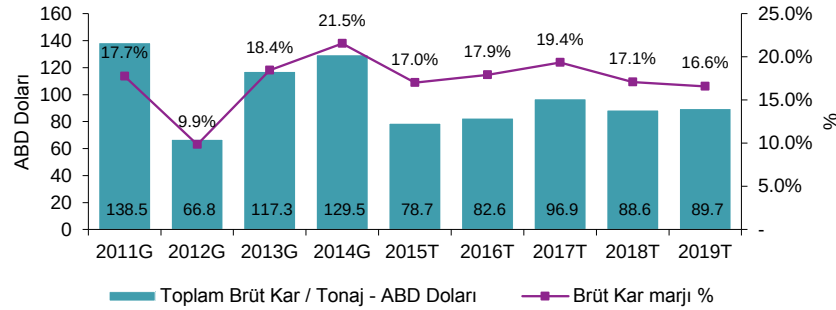
Kaynak: Şirket Yönetimi

**Satış detayları**  
incelendiğinde, özellikle 2014 döneminden sonra, satış fiyatlarında düşüşler olacağı öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde her ürün türü için, satış miktarlarında artış gerçekleşeceği öngörülmüyor olsa da, satış fiyatlarındaki düşüşlerden kaynaklı olarak toplam satış tutarlarının azalacağı varsayılmaktadır.

İsdemir Yönetimi tarafından 2017 yılından itibaren satış fiyatlarındaki yukarı yönlü hareket beklentisi sebebiyle, bu dönemden sonra satış tutarlarının artacağı varsayılmaktadır.



Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizleri



Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizleri

İsdemir'e ait satışların detayı yandaki tabloda bulunmaktadır. İsdemir'e ait satışlar, Kütük, Kangal, Sıcak ve Slab olmak üzere dört ana başlık altında toplanmış olup, bunlardan en büyük pay sıcak haddelenmiş yassı çeliğe aittir. Satışlar yıllar bazında incelendiğinde, 2013 yılında önceki ve sonraki yıla kıyasla bir düşüş yaşandığı görülmektedir. Bu düşüşün temel sebebi 2013 yılında yaşanan 22 günlük grev ve sonrasında, fabrikanın tekrar normal üretime geçilebilmesi için, gereken zamanda dikkate alındığında yaklaşık 1.5 aylık bir üretim kaybı yaşanmasıdır.

İsdemir'in yurtiçi yassı satışları ana ortak Erdemir'in satış organizasyonu ve altyapısı aracılığı ile yapılmaktadır.

Diğer satışlar kaleminin altında, yan ürünler, katran, ham benzol gibi emtia ürünler bulunmaktadır.

| İsdemir- Gelir Tablosu                       |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
|----------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                            | TMS / TFRS       |                  |                  | Yönetim Raporları |                  |                  |                  |                  |
|                                              | 2012G            | 2013G            | 2014G            | 2015T             | 2016T            | 2017T            | 2018T            | 2019T            |
| <b>Satış Miktarı (Ton)</b>                   |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Kütük                                        | 912,810          | 754,294          | 625,066          | 857,447           | 634,000          | 634,000          | 650,000          | 650,000          |
| Büyüme %                                     | 176.0%           | (17.4%)          | (17.1%)          | 37.2%             | (26.1%)          | -                | 2.5%             | -                |
| Kangal                                       | 555,480          | 591,426          | 537,718          | 550,575           | 600,000          | 600,000          | 600,000          | 600,000          |
| Büyüme %                                     | 23.5%            | 6.5%             | (9.1%)           | 2.4%              | 9.0%             | -                | -                | -                |
| Sıcak                                        | 2,328,261        | 2,496,158        | 2,908,216        | 2,951,476         | 2,817,000        | 3,000,000        | 3,000,000        | 3,000,000        |
| Büyüme %                                     | 0.5%             | 7.2%             | 16.5%            | 1.5%              | (4.6%)           | 6.5%             | -                | -                |
| Slab                                         | 649,511          | 457,823          | 696,713          | 558,706           | 804,555          | 691,706          | 690,395          | 700,685          |
| Büyüme %                                     | (20.0%)          | (29.5%)          | 52.2%            | (19.8%)           | 44.0%            | (14.0%)          | (0.2%)           | 1.5%             |
| <b>Toplam</b>                                | <b>4,446,062</b> | <b>4,299,700</b> | <b>4,767,712</b> | <b>4,918,205</b>  | <b>4,855,555</b> | <b>4,925,706</b> | <b>4,940,395</b> | <b>4,950,685</b> |
| Büyüme %                                     | 13.7%            | (3.3%)           | 10.9%            | 3.2%              | (1.3%)           | 1.4%             | 0.3%             | 0.2%             |
| <b>Satış Fiyatları ('000 ABD Doları/Ton)</b> |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Kütük                                        | 0.58             | 0.54             | 0.51             | 0.39              | 0.39             | 0.43             | 0.44             | 0.47             |
| Büyüme %                                     | (7.0%)           | (6.0%)           | (5.6%)           | (23.1%)           | (0.4%)           | 8.8%             | 3.8%             | 5.2%             |
| Kangal                                       | 0.69             | 0.63             | 0.61             | 0.48              | 0.48             | 0.52             | 0.54             | 0.57             |
| Büyüme %                                     | (11.3%)          | (7.7%)           | (3.1%)           | (21.2%)           | 0.0%             | 8.0%             | 3.8%             | 4.2%             |
| Sıcak                                        | 0.64             | 0.60             | 0.58             | 0.45              | 0.44             | 0.48             | 0.50             | 0.52             |
| Büyüme %                                     | (10.5%)          | (6.6%)           | (2.6%)           | (22.2%)           | (2.4%)           | 8.3%             | 3.8%             | 4.6%             |
| Slab                                         | 0.60             | 0.54             | 0.52             | 0.39              | 0.38             | 0.42             | 0.44             | 0.46             |
| Büyüme %                                     | (8.2%)           | (10.0%)          | (2.6%)           | (25.5%)           | (2.0%)           | 9.6%             | 4.4%             | 5.2%             |
| <b>Toplam Satışlar</b>                       |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Kütük                                        | 527,040          | 409,302          | 320,192          | 337,609           | 248,641          | 270,439          | 287,912          | 302,761          |
| Kangal                                       | 381,624          | 375,041          | 330,475          | 266,482           | 290,482          | 313,720          | 325,615          | 339,363          |
| Sıcak                                        | 1,488,621        | 1,490,130        | 1,691,574        | 1,335,418         | 1,243,865        | 1,434,689        | 1,489,375        | 1,558,018        |
| Slab                                         | 387,134          | 245,486          | 363,974          | 217,585           | 306,986          | 289,293          | 301,329          | 321,852          |
| <b>Toplam Satışlar</b>                       | <b>2,784,419</b> | <b>2,519,960</b> | <b>2,706,215</b> | <b>2,157,093</b>  | <b>2,089,973</b> | <b>2,308,141</b> | <b>2,404,231</b> | <b>2,521,993</b> |
| Büyüme %                                     | 1.8%             | (9.5%)           | 7.4%             | (20.3%)           | (3.1%)           | 10.4%            | 4.2%             | 4.9%             |

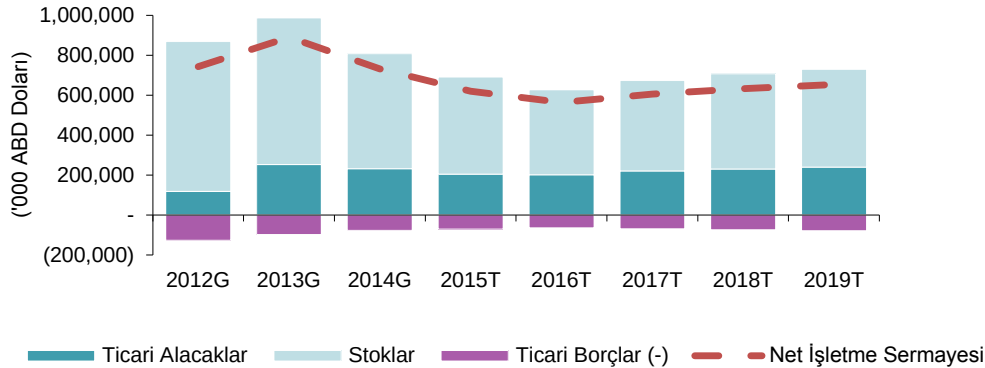
Kaynak: Şirket Yönetimi

| İsdemir - Devir hızları |       |       |       |          |          |       |       |       |       |       |
|-------------------------|-------|-------|-------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (#)                     | 2012G | 2013G | 2014G | 5A-2015G | 7A-2015T | 2015T | 2016T | 2017T | 2018T | 2019T |
| Ticari Alacaklar        | 14    | 25    | 31    | 26       | 24       | 23    | 33    | 31    | 32    | 32    |
| Stoklar                 | n.a.  | 120   | 106   | 98       | 108      | 79    | 91    | 81    | 80    | 79    |
| Ticari Borçlar (-)      | 17    | 18    | 14    | 11       | 15       | 11    | 13    | 12    | 12    | 12    |
| Nakit Dönüşüm Döngüsü   | n.a.  | 127   | 123   | 113      | 121      | 91    | 110   | 100   | 100   | 99    |

Kaynak: KPMG Analizleri

| İsdemir - İşletme sermayesi analizi (Operasyonel işletme sermayesi) |                |                |                  |                   |                  |                  |                 |                |                |                |
|---------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| ('000 ABD Doları)                                                   | TMS / TFRS     |                |                  | Yönetim Raporları |                  |                  |                 |                |                |                |
|                                                                     | 2012G          | 2013G          | 2014G            | 5A-2015G          | 7A-2015T         | 2015T            | 2016T           | 2017T          | 2018T          | 2019T          |
| Ticari Alacaklar                                                    | 119,186        | 253,207        | 232,461          | 165,696           | 86,879           | 204,628          | 201,628         | 221,628        | 230,628        | 240,628        |
| Stoklar                                                             | 749,470        | 733,743        | 576,299          | 511,084           | 325,764          | 486,898          | 425,732         | 452,407        | 476,449        | 489,875        |
| Ticari Borçlar (-)                                                  | (125,884)      | (96,984)       | (76,231)         | (58,211)          | (45,457)         | (70,708)         | (62,969)        | (68,274)       | (73,338)       | (77,416)       |
| <b>Net İşletme Sermayesi</b>                                        | <b>742,772</b> | <b>889,966</b> | <b>732,528</b>   | <b>618,568</b>    | <b>367,187</b>   | <b>620,818</b>   | <b>564,391</b>  | <b>605,761</b> | <b>633,739</b> | <b>653,087</b> |
| Net Satışlar                                                        | 3,012,812      | 2,735,923      | 2,866,902        | 960,927           | 1,315,527        | 2,276,454        | 2,241,453       | 2,464,726      | 2,560,310      | 2,676,205      |
| Satışların Maliyeti                                                 | (2,715,825)    | (2,231,596)    | (2,249,575)      | (790,423)         | (1,098,837)      | (1,889,260)      | (1,840,291)     | (1,987,633)    | (2,122,591)    | (2,232,292)    |
| NİS/Satışlar %                                                      | 24.7%          | 32.5%          | 25.6%            | 64.4%             | 27.9%            | 27.3%            | 25.2%           | 24.6%          | 24.8%          | 24.4%          |
| <b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>                               | <b>n.a.</b>    | <b>147,194</b> | <b>(157,438)</b> | <b>(113,960)</b>  | <b>(251,382)</b> | <b>(111,711)</b> | <b>(56,426)</b> | <b>41,369</b>  | <b>27,979</b>  | <b>19,348</b>  |

Kaynak: KPMG Analizleri



Kaynak: KPMG Analizleri

| İsdemir - Nihai dönem için BANİS hesaplaması |               |
|----------------------------------------------|---------------|
| ('000 ABD Doları)                            | Nihai Dönem   |
| Satışlar, son tahmini yıl                    | 2,676,205     |
| Satışlar, nihai değer                        | 2,729,729     |
| Satışlardaki değişim                         | 53,524        |
| NİS / Satışlar, son tahmini yıl              | 24.4%         |
| <b>Nihai Dönem NİS Değişimi</b>              | <b>13,062</b> |

Kaynak: KPMG Analizleri

### Net İşletme Sermayesi

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi ("BANİS") hesaplamasında kullanılan veriler, İsdemir Yönetimi'nin tarafımıza temin etmiş olduğu geçmiş ve tahmini dönem finansallara dayanmaktadır.

Projeksiyon dönemlerinde, stok devir gün sayılarındaki azalış beklentisinin sebebi, demir cevher fiyatlarından kaynaklanan stok tutarlarındaki azalışlar olduğu sonucuna ulaşılmıştır.



İNA analizinde kullanılan gelir tabloları, Şirket Yönetimi tarafından belirlenen hedef ve stratejiler doğrultusunda oluşturulan projeksiyonlara dayanmaktadır.

İsdemir'in nakit akımları ABD Doları bazlı %10.8'lik AOSM indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiştir. Hesaplanan Özsermaye Değeri 29.05.2015 T.C. Merkez Bankası ABD Doları / TL alış – satış kuru ortalaması olan 2,6611 kullanılarak, 6.815.791 bin TL olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu Özsermaye Değeri 2.900.000 bin TL olan ödenmiş sermaye tutarına bölüldüğünde, hisse fiyatı değer 2,35 TL olarak hesaplanmıştır.

| İsdemir - İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") analizi                        |                  |                |                |                |                |                  |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                                                        | 7A - 2015        | 2016T          | 2017T          | 2018T          | 2019T          | Nihai Değer      |
| Net Satışlar                                                             | 1,315,527        | 2,241,453      | 2,464,726      | 2,560,310      | 2,676,205      | 2,729,729        |
| Büyüme %                                                                 |                  | 70.4%          | 10.0%          | 3.9%           | 4.5%           | 2.0%             |
| VAFÖK                                                                    | 244,412          | 453,683        | 537,204        | 506,356        | 519,946        | 530,344          |
| VAFÖK marjı %                                                            | 18.6%            | 20.2%          | 21.8%          | 19.8%          | 19.4%          | 19.4%            |
| Nihai büyüme oranı %                                                     | 2.0%             |                |                |                |                |                  |
| Amortisman (-)                                                           | (63,680)         | (116,160)      | (124,646)      | (134,094)      | (142,442)      | (196,429)        |
| VFÖK                                                                     | 180,732          | 337,523        | 412,558        | 372,262        | 377,504        | 333,915          |
| Vergi gideri (-)                                                         | (33,158)         | (65,355)       | (81,531)       | (71,874)       | (73,501)       | (66,783)         |
| Faiz öncesi kar ("FÖK")                                                  | 147,574          | 272,168        | 331,027        | 300,388        | 304,003        | 267,132          |
| Artı: Amortisman                                                         | 63,680           | 116,160        | 124,646        | 134,094        | 142,442        | 196,429          |
| Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış operasyonel işletme sermayesi değişimi | 251,382          | 56,426         | (41,369)       | (27,979)       | (19,348)       | (13,062)         |
| Eksi: Yatırım harcaması                                                  | (114,931)        | (209,808)      | (254,588)      | (283,443)      | (250,417)      | (196,429)        |
| <b>Dağıtım a hazır borçtan arındırılmış nakit akımı</b>                  | <b>347,705</b>   | <b>234,946</b> | <b>159,716</b> | <b>123,060</b> | <b>176,680</b> | <b>254,070</b>   |
| İndirgeme Oranı (AOSM)                                                   | 10.8%            |                |                |                |                |                  |
| Nihai dönem düzeltme çarpanı                                             | 1.00             | 1.00           | 1.00           | 1.00           | 1.00           | 11.31            |
| Bugünkü değer katsayısı                                                  | 0.97             | 0.89           | 0.81           | 0.73           | 0.66           | 0.66             |
| <b>Bugünkü değer -- borçtan arındırılmış nakit akımı</b>                 | <b>337,419</b>   | <b>210,150</b> | <b>128,883</b> | <b>89,588</b>  | <b>116,039</b> | <b>1,886,698</b> |
| Bugünkü değer -- borçtan arındırılmış nakit akımı                        | 882,078          |                |                |                |                |                  |
| Bugünkü değer -- nihai dönem                                             | 1,886,698        |                |                |                |                |                  |
| <b>Şirket Değeri</b>                                                     | <b>2,768,776</b> |                |                |                |                |                  |
| Artı: Nakit fazlası (31 Mayıs 2015 itibarı ile)                          | 4,500            |                |                |                |                |                  |
| Eksi: Faize tabi borç (31 Mayıs 2015 itibarı ile)                        | (690,195)        |                |                |                |                |                  |
| Artı: İlişkili taraf bakiyeleri (31 Mayıs 2015 itibarı ile)              | 478,188          |                |                |                |                |                  |
| <b>Özsermaye Değeri</b>                                                  | <b>2,561,268</b> |                |                |                |                |                  |
| <b>Özsermaye Değeri (TL)</b>                                             | <b>6,815,791</b> |                |                |                |                |                  |
| <b>Hisse Fiyatı (TL)</b>                                                 | <b>2.35</b>      |                |                |                |                |                  |

Kaynak: KPMG Analizleri

| İsdemir - İNA Duyarlılık Analizi |       |                    |           |           |
|----------------------------------|-------|--------------------|-----------|-----------|
| ('000 ABD Doları)                |       | Nihai Büyüme Oranı |           |           |
| Özsermaye Değeri                 |       | 1.5%               | 2.0%      | 2.5%      |
| AOSM                             | 10.3% | 2,611,507          | 2,717,696 | 2,837,422 |
|                                  | 10.8% | 2,468,649          | 2,561,268 | 2,664,987 |
|                                  | 11.3% | 2,340,501          | 2,421,782 | 2,512,252 |
|                                  | 11.8% | 2,224,925          | 2,296,648 | 2,376,047 |

Kaynak: KPMG Analizleri

İsdemir'in İNA metodolojisine göre hesaplanan net borç öncesi Şirket Değeri 2.768.776 bin ABD Doları'dır. Şirket'in değerleme tarihi itibarıyla bilançosunda yer alan finansal borcu çıkarılarak ve ilişkili taraf bakiyeleri eklenerek hesaplanan Özsermaye Değeri 2.561.268 bin ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Yapılan duyarlılık analizi doğrultusunda Özsermaye Değeri 2.296.648 bin ABD Doları ile 2.717.696 bin ABD Doları aralığında hesaplanmıştır. 29.05.2015 T.C. Merkez Bankası ABD Doları / TL alış – satış kuru ortalaması olan 2,6611 kullanılarak, hesaplanan Özsermaye Değer aralığı, 6.111.611 bin TL ile 7.232.060 bin TL'dir.

Piyasa çarpanları analizini uygulayabilmek adına; yurtiçi ve yurt dışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından İsdemir'e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalara ait ŞD/VAFÖK ve ŞD/Satışlar çarpanları analiz edilmiştir.

Tabloda görülen sektör çarpanları 31 Mayıs 2014 – 31 Mayıs 2015 rakamları dikkate alınmış ve son 12 aylık finansallar kullanılarak hesaplanmıştır.

| İsdemir - Benzer Şirketler Analizi                |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
|---------------------------------------------------|------------|---------------|---------------|-------------|------|--------|----------|-------|--------|---------------|-------|--------|
| ('000 ABD Doları)                                 | Ülke       | Şirket Değeri | Piyasa Değeri | ŞD/Satışlar |      |        | ŞD/VAFÖK |       |        | VAFÖK Marjı % |       |        |
|                                                   |            |               |               | 2013        | 2014 | May.15 | 2013     | 2014  | May.15 | 2013          | 2014  | May.15 |
| Grup 1                                            |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Eregli Demir ve Celik Fabrikalari T.A.S.          | Türkiye    | 6,349,183     | 5,627,559     | 1.3x        | 1.6x | 1.4x   | 6.7x     | 7.3x  | 6.8x   | 18.7%         | 21.5% | 21.3%  |
| Izmir Demir Çelik Sanayi Anonim Sirketi           | Türkiye    | 781,151       | 325,425       | 0.9x        | 1.0x | 0.9x   | n.m.     | 19.9x | 15.6x  | 0.9%          | 4.9%  | 5.9%   |
| Kardemir Karabuk Demir Celik Sanayi ve Ticaret AS | Türkiye    | 1,278,566     | 805,945       | 1.2x        | 1.6x | 1.6x   | 7.7x     | 6.6x  | 8.2x   | 16.1%         | 24.1% | 19.2%  |
| Burcelik Bursa Celik Dokum Sanayi i A.S.          | Türkiye    | 15,272        | 10,443        | 1.7x        | 1.1x | 0.9x   | n.m.     | n.m.  | 24.4x  | -1.7%         | 2.3%  | 3.6%   |
| Asil Celik Sanayi Ve Ticaret Anonim Sirketi       | Türkiye    | 309,114       | 265,872       | 1.7x        | 1.3x | 0.9x   | 14.1x    | 11.5x | 8.4x   | 11.9%         | 11.2% | 11.2%  |
| Grup 2                                            |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Gerdau S.A.                                       | Brezilya   | 10,423,635    | 4,595,994     | 1.1x        | 0.7x | 0.8x   | 9.7x     | 6.5x  | 7.2x   | 11.6%         | 11.1% | 10.9%  |
| ArcelorMittal                                     | Lüksemburg | 37,525,147    | 17,608,645    | 0.6x        | 0.5x | 0.5x   | 7.7x     | 5.3x  | 5.5x   | 8.4%          | 9.1%  | 8.9%   |
| Voestalpine AG                                    | Avusturya  | 10,431,329    | 7,270,199     | 0.8x        | 0.7x | 0.9x   | 6.6x     | 5.8x  | 6.9x   | 11.7%         | 12.9% | 12.6%  |
| OJSC Novolipetsk Steel                            | Rusya      | 9,712,016     | 8,450,450     | 1.2x        | 0.9x | 1.0x   | 9.0x     | 4.1x  | 3.8x   | 13.8%         | 22.9% | 25.6%  |
| Tata Steel Limited                                | Hindistan  | 14,542,086    | 4,999,127     | 0.7x        | 0.6x | 0.7x   | 6.2x     | 5.1x  | 7.3x   | 10.9%         | 11.1% | 8.9%   |
| POSCO                                             | Güney Kore | 40,019,711    | 17,552,444    | 0.8x        | 0.7x | 0.7x   | 8.5x     | 7.0x  | 6.8x   | 9.1%          | 9.8%  | 10.0%  |
| Mitsubishi Steel Mfg. Co., Ltd.                   | Japonya    | 366,025       | 348,563       | 0.4x        | 0.4x | 0.4x   | 6.0x     | 5.2x  | 5.3x   | 6.8%          | 6.9%  | 7.0%   |
| NIPPON STEEL & SUMITOMO METAL CORPORATION         | Japonya    | 44,733,533    | 25,161,829    | 1.1x        | 0.9x | 1.0x   | 11.0x    | 7.4x  | 7.9x   | 10.3%         | 12.5% | 12.1%  |
| Daido Steel Co. Ltd.                              | Japonya    | 3,314,115     | 2,104,779     | 0.8x        | 0.7x | 0.8x   | 9.8x     | 8.9x  | 9.3x   | 8.3%          | 8.1%  | 8.9%   |
| MOIL Limited                                      | Hindistan  | 198,757       | 642,175       | 1.3x        | 2.5x | 1.5x   | 2.9x     | 4.6x  | 3.4x   | 45.3%         | 54.1% | 44.8%  |
| Usha Martin Limited                               | Hindistan  | 654,765       | 90,248        | 1.1x        | 1.0x | 0.9x   | 5.5x     | 5.7x  | 5.4x   | 19.6%         | 17.7% | 16.9%  |
| Steel Authority of India Limited                  | Hindistan  | 7,850,910     | 4,264,677     | n.a.        | n.a. | 1.1x   | n.a.     | n.a.  | 10.7x  | n.a.          | n.a.  | 10.1%  |
| Grup 3                                            |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Baoshan Iron & Steel Co., Ltd.                    | Çin        | 30,338,205    | 22,079,501    | 0.6x        | 0.9x | 1.0x   | 6.4x     | 8.5x  | 9.9x   | 19.6%         | 17.7% | 16.9%  |
| Xingda International Holdings Ltd.                | Çin        | 824,393       | 490,799       | 1.4x        | 1.0x | 0.9x   | 6.5x     | 5.3x  | 5.0x   | n.a.          | n.a.  | 10.1%  |
| Tiangong International Company , Limited          | Çin        | 824,387       | 461,001       | 1.5x        | 1.1x | 1.1x   | 5.9x     | 5.6x  | 5.9x   | 0.0%          | 0.0%  | 0.0%   |
| Grup 1                                            |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Ortalama                                          |            |               |               | 1.4x        | 1.3x | 1.1x   | 9.5x     | 11.3x | 12.7x  | 9.2%          | 12.8% | 12.2%  |
| Medyan                                            |            |               |               | 1.3x        | 1.3x | 0.9x   | 7.7x     | 9.4x  | 8.4x   | 11.9%         | 11.2% | 11.2%  |
| Grup 2                                            |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Ortalama                                          |            |               |               | 0.9x        | 0.9x | 0.8x   | 7.5x     | 5.9x  | 6.6x   | 14.2%         | 16.0% | 14.7%  |
| Medyan                                            |            |               |               | 0.8x        | 0.7x | 0.8x   | 7.7x     | 5.7x  | 6.9x   | 10.9%         | 11.1% | 10.5%  |
| Grup 3                                            |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Ortalama                                          |            |               |               | 1.2x        | 1.0x | 1.0x   | 6.3x     | 6.5x  | 6.9x   | 9.8%          | 8.9%  | 9.0%   |
| Medyan                                            |            |               |               | 1.4x        | 1.0x | 1.0x   | 6.4x     | 5.6x  | 5.9x   | 9.8%          | 8.9%  | 10.1%  |
| Tüm Şirketler                                     |            |               |               |             |      |        |          |       |        |               |       |        |
| Ortalama                                          |            |               |               | 1.1x        | 1.0x | 0.9x   | 7.7x     | 7.2x  | 8.2x   | 12.3%         | 14.3% | 13.2%  |
| Medyan                                            |            |               |               | 1.1x        | 0.9x | 0.9x   | 6.7x     | 6.1x  | 7.0x   | 11.3%         | 11.1% | 10.5%  |

Kaynak: Capital IQ

2015 yılındaki demir - çelik fiyatları düşüşünden dolayı İsdemir'in 2015 yılı gelirleri 2014 yılı ile karşılaştırıldığında yaklaşık %20 oranında düşmesi beklenmektedir. Bu yüzden değerleme tarihi itibariyle demir fiyatlarındaki mevcut düşüşü değerleme çalışmasında göz önüne alabilmek için Benzer Şirketler Analizinde 2015 yıl sonu projeksiyonları kullanılmıştır.

Demir – çelik sektöründe zaman zaman kapasite ve üretim miktarı bazında da karşılaştırma yapılabilmektedir. Ancak İsdemir özelinde finansal ve operasyonel faaliyetler göz önüne alındığında bu karşılaştırma şirket değerini doğru yansıtmayacağından dolayı uygulanmamıştır.

| Benzer Şirketler Analizi                        |                  |                  |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                               | Düşük            | Yüksek           |
| Satışlar (31-12-2015)                           | 2,276,454        | 2,276,454        |
| ŞD/Satışlar çarpanı                             | 1.1x             | 1.4x             |
| <b>Şirket değeri (31-12-2015)</b>               | <b>2,613,000</b> | <b>3,283,410</b> |
| <b>Şirket değeri (31-05-2015)</b>               | <b>2,535,699</b> | <b>3,186,277</b> |
| 31-05-2015 itibariyle nakit ve nakit benzerleri | 4,500            | 4,500            |
| 31-05-2015 itibariyle faize tabii borçlar       | (690,195)        | (690,195)        |
| 31-05-2015 itibariyle grup içi ticari borçlar   | 478,188          | 478,188          |
| <b>Özsermaye değeri</b>                         | <b>2,328,192</b> | <b>2,978,770</b> |

Kaynak: KPMG Analizleri

| Benzer Şirketler Analizi                        |                  |                  |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                               | Düşük            | Yüksek           |
| VAFÖK (31-12-2015)                              | 434,289          | 434,289          |
| ŞD/VAFÖK çarpanı                                | 7.0x             | 8.2x             |
| <b>Şirket değeri (31-12-2015)</b>               | <b>3,058,875</b> | <b>3,552,550</b> |
| <b>Şirket değeri (31-05-2015)</b>               | <b>2,968,385</b> | <b>3,447,455</b> |
| 31-05-2015 itibariyle nakit ve nakit benzerleri | 4,500            | 4,500            |
| 31-05-2015 itibariyle faize tabii borçlar       | (690,195)        | (690,195)        |
| 31-05-2015 itibariyle grup içi ticari borçlar   | 478,188          | 478,188          |
| <b>Özsermaye değeri (31-05-2015)</b>            | <b>2,760,878</b> | <b>3,239,948</b> |

Kaynak: KPMG Analizleri

Yukarıdaki tablolarda gösterildiği gibi İsdemir Şirket Değeri 2015 yılsonu finansalları kullanılarak hesaplandığı için, hesaplanan değer İNA analizinde kullanılan iskonto oranı ile değerleme tarihi olan 31 Mayıs 2015 tarihine ayrıca indirgenmiştir.

Buna göre İsdemir'in 2015 yılı tahmini satışları ve belirlenen satış çarpanları göz önünde bulundurularak **net borç öncesi Şirket Değeri 2.535.699 bin ABD Doları ile 3.283.410 bin ABD Doları** aralığında hesaplanmıştır. Şirket'in Değerleme Tarihi itibariyle 207.507 bin ABD Doları olan net borcu göz önünde bulundurularak hesaplanan **Özsermaye Değeri ise 2.328.192 ile 2.978.770 bin ABD Doları** aralığındadır. 29.05.2015 T.C. Merkez Bankası ABD Doları / TL alış –satış kuru ortalaması olan 2,6611 kullanılarak, hesaplanan **Özsermaye Değer aralığı, 6.195.552 bin TL ile 7.926.804 bin TL**'dir.

İsdemir'in 2015 yılı tahmini VAFÖK rakamı ve belirlenen VAFÖK çarpanlarına göre **net borç öncesi Şirket Değeri 2.968.385 ile 3.447.455 bin ABD Doları** aralığında hesaplanmıştır. Şirket'in Değerleme Tarihi itibariyle 207.507 bin ABD Doları olan net borcu göz önünde bulundurularak hesaplanan **Özsermaye Değeri ise 2.760.878 ile 3.239.948 bin ABD Doları** aralığındadır. 29.05.2015 T.C. Merkez Bankası ABD Doları / TL alış –satış kuru ortalaması olan 2,6611 kullanılarak, hesaplanan Özsermaye Değer aralığı, **7.346.972 bin TL ile 8.621.826 bin TL**'dir.

## Benzer İşlemler Analizi

| Milyon ABD Doları |                                                                        |                                                              | Satış İşleminin Gerçekleştiği Hisse Miktarı | Net İşlem Değeri | Uygulanan Özsermaye Değeri | Uygulanan Şirket Değeri | Şirket Değeri / |          |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|------------------|----------------------------|-------------------------|-----------------|----------|
| Kapanış Tarihi    | Hedef Şirket                                                           | Alıcı Şirket                                                 |                                             |                  |                            |                         | VAFÖK           | Satışlar |
| 26.11.2014        | Ates Celik Insaat Taahhut Proje Muhendislik Sanayi ve Ticaret AS       | Say Reklamcilik Yapi Dekorasyon Proje Taahhut San. ve T.A.Ş. | 13%                                         | 3.5              | 27.1                       | 27.1                    | n.a.            | n.a.     |
| 08.10.2013        | Eregli Demir ve Celik Fabrikalari T.A.S.                               | n.a.                                                         | 7%                                          | 267.0            | n.a.                       | n.a.                    | 10.1x           | 1.1x     |
| 29.06.2012        | Aldem Celik Insaat ve Makina Sanayi Ltd.Sti.                           | Verusaturk Venture Capital Investment Trust                  | 41%                                         | n.a.             | n.a.                       | n.a.                    | n.a.            | n.a.     |
| 28.03.2012        | Eregli Demir ve Celik Fabrikalari T.A.S.                               | n.a.                                                         | 6%                                          | 267.5            | n.a.                       | n.a.                    | 5.6x            | 1.3x     |
| 15.09.2011        | Bilecik Demir Celik San. ve Tic. A.S.                                  | Ada Metal Demir Celik Geri Donusum San. ve Tic. A.S.         | 40%                                         | 3.4              | 8.4                        | 8.4                     | n.a.            | n.a.     |
| 15.09.2011        | MMK Metalurji Sanayi Ve Liman Isletmeciligi A.S.                       | Open Joint Stock Company Magnitogorsk Iron & Steel Works     | 0%                                          | 485.0            | n.a.                       | n.a.                    | n.a.            | n.a.     |
| 28.02.2011        | Arcelormittal Ambalaj Celigi Sanayi Ve Ticaret A S                     | ArcelorMittal France S.A.                                    | 25%                                         | 10.5             | 42.0                       | 42.0                    | n.a.            | n.a.     |
| 02.12.2010        | Tisan Steel AS, Steel Factory in Turkey                                | Demir Erkey Çelik San ve Tic.                                | 100%                                        | 10.1             | 10.1                       | 10.1                    | n.a.            | n.a.     |
| 04.11.2010        | Borcelik Celik Sanayi Ticaret A.S.                                     | Kerim Celik Mamulleri Imalat Ve Ticaret A.S.                 | 9%                                          | 33.2             | n.a.                       | n.a.                    | n.a.            | n.a.     |
| 06.08.2009        | Eregli Demir ve Celik Fabrikalari T.A.S.                               | ArcelorMittal                                                | 10%                                         | 374.9            | n.a.                       | n.a.                    | 10.4x           | 1.4x     |
| 05.11.2008        | 75% stake in Seri Is Makina and 75% stake in Seri Is Metal             | Rettig Group Oy Ab                                           | 100%                                        | n.a.             | n.a.                       | n.a.                    | n.a.            | n.a.     |
| 21.08.2008        | 25.75% stake in Pirelli Turk Lastikleri and 48% stake in Celikord A.S. | Pirelli & C. SpA                                             | 100%                                        | 63.9             | 63.9                       | 63.9                    | n.a.            | n.a.     |
| 14.07.2008        | Uginox Sanayi ve Ticaret Limited                                       | ArcelorMittal                                                | 35%                                         | n.a.             | n.a.                       | n.a.                    | n.a.            | n.a.     |
| 13.06.2008        | Eregli Demir ve Celik Fabrikalari T.A.S.                               | ArcelorMittal                                                | 11%                                         | 868.6            | 7,680.1                    | 9,352.8                 | 9.4x            | 2.1x     |
| 24.07.2008        | Beksa Steel Cord Manufacturing Inc.                                    | NV Bekaert SA                                                | 50%                                         | 59.1             | 118.1                      | 118.1                   | n.a.            | n.a.     |
| 17.07.2007        | Ferro Döküm Sanayi ve Ticaret A.S.                                     | Metallink Metal Sanayi                                       | 57%                                         | 81.9             | 144.4                      | 144.4                   | n.a.            | n.a.     |
| 27.02.2006        | Eregli Demir ve Celik Fabrikalari T.A.S.                               | Ordu Yardimlasma Kurumu                                      | 49%                                         | 2,770.7          | 5,620.0                    | 6,211.0                 | 8.1x            | 1.9x     |
| 14.10.2005        | Izmir Demir Çelik Sanayi Anonim Sirketi                                | Sahin Koc Celik Sanayi A.S.                                  | 55%                                         | 111.3            | 144.6                      | 176.8                   | 7.9x            | 0.5x     |
| Medyan            |                                                                        |                                                              |                                             |                  |                            |                         | 8.7x            | 1.3x     |
| Ortalama          |                                                                        |                                                              |                                             |                  |                            |                         | 8.6x            | 1.4x     |

Kaynak: Capital IQ, ISI Securities / Dealwatch

## Benzer İşlemler Analizi

İsdemir değerleme çalışması Benzer İşlemler analizinde faaliyetleri açısından İsdemir ile benzerlik gösteren şirketlerin satın alma ve birleşme işlemleri dikkate alınmıştır. Benzer işlemler analizi sonucu ulaşılan ŞD/Satışlar çarpanı 1.1x ve 1.3x çarpan aralığında, ŞD/VAFÖK çarpanı 5.6x ve 6.0x çarpan aralığında bulunmuştur.

Yandaki tablolarda gösterildiği gibi İsdemir Şirket Değeri 2015 yıl sonu finansalları kullanılarak hesaplandığı için, hesaplanan değer İNA analizlerinde kullanılan iskonto oranı ile değerlendirilmiştir.

| Benzer İşlemler Analizi                         |                  |                  |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                               | Düşük            | Yüksek           |
| Satışlar (31-12-2015)                           | 2,276,454        | 2,276,454        |
| ŞD/Satışlar çarpanı                             | 1.1x             | 1.3x             |
| <b>Şirket değeri (31-12-2015)</b>               | <b>2,435,806</b> | <b>2,936,626</b> |
| <b>Şirket değeri (31-05-2015)</b>               | <b>2,363,748</b> | <b>2,849,752</b> |
| 31-05-2015 itibarıyla nakit ve nakit benzerleri | 4,500            | 4,500            |
| 31-05-2015 itibarıyla faize tabii borçlar       | (690,195)        | (690,195)        |
| 31-05-2015 itibarıyla grup içi ticari borçlar   | 460,368          | 460,368          |
| <b>Özsermaye değeri</b>                         | <b>2,138,420</b> | <b>2,624,424</b> |

Kaynak: KPMG Analizleri

| Benzer İşlemler Analizi                         |                  |                  |
|-------------------------------------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                               | Düşük            | Yüksek           |
| VAFÖK (31-12-2015)                              | 434,289          | 434,289          |
| ŞD/VAFÖK çarpanı                                | 5.6x             | 6.0x             |
| <b>Şirket değeri (31-12-2015)</b>               | <b>2,440,703</b> | <b>2,605,733</b> |
| <b>Şirket değeri (31-05-2015)</b>               | <b>2,368,500</b> | <b>2,528,648</b> |
| 31-05-2015 itibarıyla nakit ve nakit benzerleri | 4,500            | 4,500            |
| 31-05-2015 itibarıyla faize tabii borçlar       | (690,195)        | (690,195)        |
| 31-05-2015 itibarıyla grup içi ticari borçlar   | 478,188          | 478,188          |
| <b>Özsermaye değeri</b>                         | <b>2,160,993</b> | <b>2,321,141</b> |

Kaynak: KPMG Analizleri

Belirlenen ŞD/Satışlar çarpanlarına göre **net borç öncesi Şirket Değeri 2.363.748 bin ABD Doları ile 2.849.752 bin ABD Doları** arasında hesaplanmıştır. Bu tutar aralığından İsdemir'in net borç tutarı düşüldüğünde ulaşılan **Özsermaye Değeri ise 2.138.420 bin ABD Doları – 2.624.424 bin ABD Doları** aralığındadır. 29.05.2015 T.C. Merkez Bankası ABD Doları / TL alış –satış kuru ortalaması olan 2,6611 kullanılarak, hesaplanan Özsermaye Değer aralığı, **5.690.549 bin TL ile 6.983.855 bin TL**'dir.

VAFÖK rakamı ve belirlenen VAFÖK çarpanlarına göre **net borç öncesi Şirket Değeri 2.368.500 bin ABD Doları ile 2.528.648 bin ABD Doları** aralığında hesaplanmıştır. Şirket'in Değerleme Tarihi itibarıyla 207.507 bin ABD Doları olan net borcu göz önünde bulundurularak hesaplanan **Özsermaye Değeri ise 2.160.993 bin ABD Doları ile 2.321.141 bin ABD doları** aralığındadır. 29.05.2015 T.C. Merkez Bankası ABD Doları / TL alış –satış kuru ortalaması olan 2,6611 kullanılarak, hesaplanan Özsermaye Değer aralığı, **5.750.618 bin TL ile 6.176.788 bin TL**'dir.

A large blue parallelogram graphic on the left side of the slide, tilted to the right. It has a gradient from dark blue on the left to a lighter blue on the right.

**Sonuç**

### Genel Bakış

Bu değerleme raporu İsdemir Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Geleceğe yönelik finansal tahminler İsdemir Yönetimi'nce tarafımıza temin edilmiştir. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.

Bu değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler herhangi bir denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Değerlemede kullanılan mali tahminlerin, İsdemir Yönetimi tarafından, İsdemir'in gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı gözlemlenmiştir. Halka açık bilgilere erişim dışında ayrıca detaylı finansal inceleme veya durum tespit çalışması (due-diligence) gerçekleştirilmemiştir.

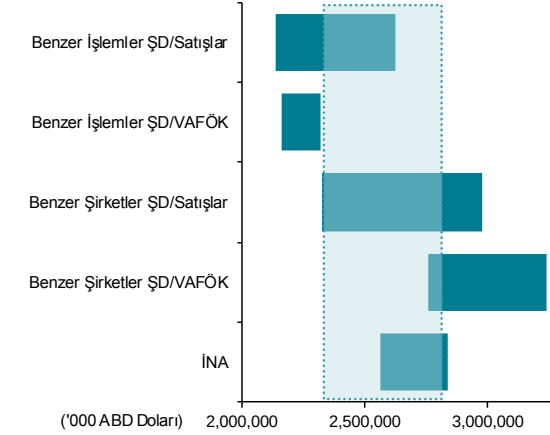
Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşme ve uygulama sorumluluğu İsdemir Yönetimi'ne aittir. Bulgularımızın İsdemir'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

### Sonuç

Değerleme metodlarına göre sonuçlar dikkate alındığında, Değerleme Tarihi itibarıyla İsdemir' ait **Özsermaye Değeri 2.389.950 – 2.800.341 bin ABD Doları** aralığında hesaplanmıştır.

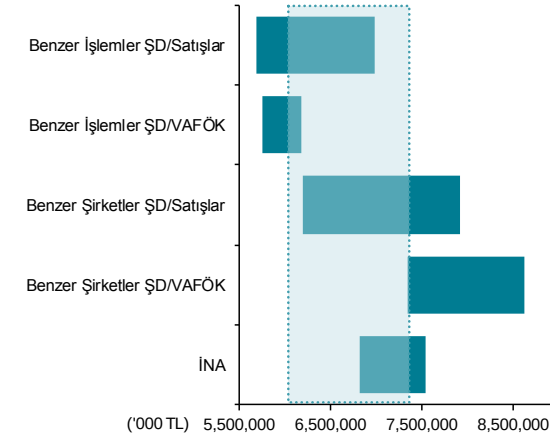
Değerleme metodlarına göre sonuçlar dikkate alındığında, 29 Mayıs 2015 tarihli T.C. Merkez Bankası USD / TL alış – satış ortalaması olan 2.6611 dikkate alınarak hesaplanan İsdemir' ait **Özsermaye Değeri 6.359.896 – 7.451.987 bin TL'dir**. Bu sonuca göre **birim hisse değer** aralığı 2,19 TL ile 2,57 TL aralığındadır.

### Değer Aralıkları ( '000 ABD Doları)



Kaynak: KPMG Analizleri

### Değer Aralıkları ( '000 TL)



Kaynak: KPMG Analizleri

A large blue parallelogram graphic on the left side of the slide, tilted to the right. It has a dark blue left edge and a lighter blue right edge, creating a gradient effect.

**Ekler**



## Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması (“AOSM”) - ABD Doları Bazlı

31.05.2015

### Veriler

|                                       |        |                                                                                                                                           |
|---------------------------------------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Risksiz Faiz Oranı                    | 2.88%  | 31 Mayıs 2015 tarihi itibarıyla 30 yıllık ortalama Amerika devlet tahvilinin faiz oranı kullanılmıştır (Kaynak: Treasury).                |
| Ülke Risk Primi                       | 2.60%  | Türkiye için ülkeye özgü risk primi çarpanı (Kaynak: KPMG veritabanı)                                                                     |
| Şirkete Özgü Risk Çarpanları          | 3.84%  | Şirkete özgü risk primi çarpanı ve diğer çarpanlarda dikkate alınmayan riskleri yansıtır ( Kaynak: Ibbotson Associates)                   |
| İşlem Görmemiş Aktif Beta             | 0.74   | Benzer şirketler analizinde hesaplanmıştır (Kaynak: Capital IQ)                                                                           |
| Borç/Piyasa Değeri - Benzer Şirketler | 56.01% | Benzer şirketler analizinde hesaplanmıştır (Kaynak: Capital IQ)                                                                           |
| Toplam Finansmandaki Borç Oranı       | 35.90% | Benzer şirketler analizinde hesaplanmıştır (Kaynak: Capital IQ)                                                                           |
| Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı       | 20.00% | Türkiye kurumlar vergisi oranı                                                                                                            |
| Özsermaye Piyasa Risk Primi           | 5.00%  | KPMG kurumsal finansman ekibi tarafından günümüz yatırım iklimini yansıtan %5'lik bir özsermaye piyasa risk primi çarpanı kullanılmıştır. |

### İşlem Görmüş Aktif Beta

|                           |        |                                                                 |
|---------------------------|--------|-----------------------------------------------------------------|
| İşlem Görmemiş Aktif Beta | 0.74   | Benzer şirketler analizinde hesaplanmıştır (Kaynak: Capital IQ) |
| Borç/Piyasa Değeri        | 56.01% | Benzer şirketler analizinde hesaplanmıştır (Kaynak: Capital IQ) |
| Kurumlar Vergisi Oranı    | 20.00% | Türkiye kurumlar vergisi oranı                                  |

**İşlem Görmüş Aktif Beta** **1.07** **İşlem görmemiş aktif beta\*(1+(1-Vergi oranı)\*Borç/Özsermaye)**

### Özsermaye Fiyatlandırma Modeli

|                              |       |                                                                                                                                           |
|------------------------------|-------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Risksiz Faiz Oranı           | 2.88% | 31 Mayıs 2015 tarihi itibarıyla 30 yıllık ortalama Amerika devlet tahvilinin faiz oranı kullanılmıştır (Kaynak: Treasury).                |
| Ülke Risk Primi              | 2.60% | Türkiye için ülkeye özgü risk primi çarpanı (Kaynak: KPMG veritabanı)                                                                     |
| Şirkete Özgü Risk Çarpanları | 3.84% | Şirkete özgü risk primi çarpanı ve diğer çarpanlarda dikkate alınmayan riskleri yansıtır ( Kaynak: Ibbotson Associates)                   |
| İşlem Görmüş Aktif Beta      | 1.07  | İşlem görmemiş aktif beta*(1+(1-Vergi oranı)*Borç/Özsermaye)                                                                              |
| Özsermaye Piyasa Risk Primi  | 5.00% | KPMG kurumsal finansman ekibi tarafından günümüz yatırım iklimini yansıtan %5'lik bir özsermaye piyasa risk primi çarpanı kullanılmıştır. |

**Özsermaye Maliyeti** **14.68%** **Riskten arındırılmış oran\*(özsermaye piyasa risk primi\*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk çarpanları**

### AOSM

|                                      |        |                                                                 |
|--------------------------------------|--------|-----------------------------------------------------------------|
| Özsermaye Maliyeti                   | 14.68% | Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti                    |
| Borç Alma Oranı                      | 5.00%  | Şirket Yönetimi tarafından belirtilmiştir                       |
| Toplam Finansmandaki Borç Oranı      | 35.90% | Benzer şirketler analizinde hesaplanmıştır (Kaynak: Capital IQ) |
| Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı | 64.10% | 1- toplam finansmandaki borç oranı                              |
| Kurumlar Vergisi Oranı               | 20.00% | Türkiye kurumlar vergisi oranı                                  |

**Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti** **10.8%** **(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Vergi Öncesi Borç Maliyeti)**

Kaynak: KPMG Analizleri, Capital IQ

| Beta Hesaplaması                                  |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
|---------------------------------------------------|------------|------------------------|----------------|-------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------|-------------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------------|
| (Milyon ABD Doları)                               |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| Şirket Adı                                        | Ülke       | İşlem<br>Görüş<br>Beta | Toplam<br>Borç | Özkaynak<br>Piyasa Değeri<br>(31.12.2014) | Özkaynak<br>Piyasa Değeri<br>(31.05.2015) | Borç/<br>Özkaynak | Borç/<br>(Borç +<br>Özkaynak) | Gelir<br>Vergisi<br>Oranı | İşlem<br>Görmemiş<br>Beta | Düzeltilmiş<br>Aktif<br>Beta |
| <b>Grup 1</b>                                     |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| Eregli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.S.          | Türkiye    | 1.00                   | 991            | 6,680                                     | 5,628                                     | 18%               | 15%                           | 20%                       | 0.88                      | 0.92                         |
| İzmir Demir Çelik Sanayi Anonim Şirketi           | Türkiye    | 0.44                   | 516            | 451                                       | 325                                       | 159%              | 61%                           | 20%                       | 0.19                      | 0.46                         |
| Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret AŞ | Türkiye    | 0.99                   | 556            | 1,075                                     | 806                                       | 69%               | 41%                           | 20%                       | 0.64                      | 0.76                         |
| Burçelik Bursa Çelik Dokum Sanayii A.Ş.           | Türkiye    | 1.23                   | 5              | 14                                        | 10                                        | 46%               | 32%                           | 20%                       | 0.90                      | 0.93                         |
| Asil Çelik Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi       | Türkiye    | 0.77                   | 59             | 385                                       | 266                                       | 22%               | 18%                           | 20%                       | 0.65                      | 0.77                         |
| <b>Grup 2</b>                                     |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| Gerdau S.A.                                       | Brezilya   | 0.79                   | 7,279          | 6,143                                     | 4,596                                     | 158%              | 61%                           | 25%                       | 0.36                      | 0.57                         |
| ArcelorMittal                                     | Lüksemburg | 1.34                   | 19,427         | 18,195                                    | 17,609                                    | 110%              | 52%                           | 29%                       | 0.75                      | 0.83                         |
| Voestalpine AG                                    | Avusturya  | 1.18                   | 3,968          | 6,844                                     | 7,270                                     | 55%               | 35%                           | 25%                       | 0.84                      | 0.89                         |
| OJSC Novolipetsk Steel                            | Rusya      | 1.84                   | 2,562          | 6,880                                     | 8,450                                     | 30%               | 23%                           | 20%                       | 1.48                      | 1.32                         |
| Tata Steel Limited                                | Hindistan  | 1.55                   | 12,909         | 6,135                                     | 4,999                                     | 258%              | 72%                           | 34%                       | 0.57                      | 0.71                         |
| POSCO                                             | Güney Kore | 0.61                   | 25,396         | 20,138                                    | 17,552                                    | 145%              | 59%                           | 28%                       | 0.30                      | 0.53                         |
| Mitsubishi Steel Mfg. Co., Ltd.                   | Japonya    | 1.00                   | 159            | 319                                       | 349                                       | 46%               | 31%                           | 36%                       | 0.78                      | 0.85                         |
| NIPPON STEEL & SUMITOMO METAL CORPORATION         | Japonya    | 0.77                   | 16,461         | 22,917                                    | 25,162                                    | 65%               | 40%                           | 36%                       | 0.54                      | 0.69                         |
| Daido Steel Co. Ltd.                              | Japonya    | 0.52                   | 1,209          | 1,654                                     | 2,105                                     | 57%               | 36%                           | 36%                       | 0.38                      | 0.59                         |
| MOIL Limited                                      | Hindistan  | 0.41                   | 0              | 832                                       | 642                                       | 0%                | 0%                            | 34%                       | 0.41                      | 0.61                         |
| Usha Martin Limited                               | Hindistan  | 1.34                   | 639            | 128                                       | 90                                        | 708%              | 88%                           | 34%                       | 0.24                      | 0.49                         |
| Steel Authority of India Limited                  | Hindistan  | 1.15                   | 0              | 5,400                                     | 4,265                                     | 0%                | 0%                            | 34%                       | 1.15                      | 1.10                         |
| <b>Grup 3</b>                                     |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| Baoshan Iron & Steel Co., Ltd.                    | Çin        | 0.51                   | 8,850          | 18,617                                    | 22,080                                    | 40%               | 29%                           | 25%                       | 0.39                      | 0.59                         |
| Xingda International Holdings Ltd.                | Çin        | 1.47                   | 132            | 539                                       | 491                                       | 27%               | 21%                           | 25%                       | 1.22                      | 1.15                         |
| Tiangong International Company, Limited           | Çin        | 1.03                   | 480            | 409                                       | 461                                       | 104%              | 51%                           | 25%                       | 0.58                      | 0.72                         |
| <b>Grup 1</b>                                     |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| <b>Ortalama</b>                                   |            | <b>0.88</b>            |                |                                           |                                           | <b>0.63</b>       | <b>0.33</b>                   |                           | <b>0.65</b>               | <b>0.77</b>                  |
| <b>Medyan</b>                                     |            | <b>0.99</b>            |                |                                           |                                           | <b>0.46</b>       | <b>0.32</b>                   |                           | <b>0.65</b>               | <b>0.77</b>                  |
| <b>Grup 2</b>                                     |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| <b>Ortalama</b>                                   |            | <b>1.04</b>            |                |                                           |                                           | <b>1.36</b>       | <b>0.42</b>                   |                           | <b>0.65</b>               | <b>0.77</b>                  |
| <b>Medyan</b>                                     |            | <b>1.08</b>            |                |                                           |                                           | <b>0.61</b>       | <b>0.38</b>                   |                           | <b>0.56</b>               | <b>0.70</b>                  |
| <b>Grup 3</b>                                     |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| <b>Ortalama</b>                                   |            | <b>1.00</b>            |                |                                           |                                           | <b>0.57</b>       | <b>0.34</b>                   |                           | <b>0.73</b>               | <b>0.82</b>                  |
| <b>Medyan</b>                                     |            | <b>1.03</b>            |                |                                           |                                           | <b>0.40</b>       | <b>0.29</b>                   |                           | <b>0.58</b>               | <b>0.72</b>                  |
| <b>Tüm Şirketler</b>                              |            |                        |                |                                           |                                           |                   |                               |                           |                           |                              |
| <b>Ortalama</b>                                   |            | <b>1.00</b>            |                |                                           |                                           | <b>1.06</b>       | <b>0.38</b>                   |                           | <b>0.66</b>               | <b>0.78</b>                  |
| <b>Medyan</b>                                     |            | <b>1.00</b>            |                |                                           |                                           | <b>0.56</b>       | <b>0.36</b>                   |                           | <b>0.61</b>               | <b>0.74</b>                  |

Kaynak: Capital IQ

| İsdemir - Bilanço                                  |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
|----------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ('000 ABD Doları)                                  | TMS / TFRS       |                  |                  |                  |                  | Yönetim Raporları |                  |                  |                  |                  |
|                                                    | 31.12.2011       | 31.12.2012       | 31.12.2013       | 31.05.2014       | 31.12.2014       | 31.12.2015        | 31.12.2016       | 31.12.2017       | 31.12.2018       | 31.12.2019       |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                             |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                          | 5,355            | 3,999            | 5,736            | 1,195            | 1,067            | 4,792             | 4,859            | 5,201            | 4,883            | 4,963            |
| Ticari Alacaklar                                   | 124,704          | 119,186          | 253,207          | 268,926          | 232,461          | 204,628           | 201,628          | 221,628          | 230,628          | 240,628          |
| Diğer Alacaklar                                    | 39               | 89,781           | 1,887            | 120,041          | 438,924          | 310,952           | 329,952          | 322,952          | 270,952          | 239,952          |
| Stoklar                                            | 863,544          | 749,470          | 733,743          | 653,496          | 576,299          | 486,898           | 425,732          | 452,407          | 476,449          | 489,875          |
| Diğer Dönen Varlıklar                              | 24,021           | 21,051           | 11,249           | 20,060           | 11,132           | 15,935            | 13,743           | 13,752           | 18,005           | 17,197           |
| <b>Dönen Varlıklar Toplamı</b>                     | <b>1,017,661</b> | <b>983,487</b>   | <b>1,005,822</b> | <b>1,063,718</b> | <b>1,259,883</b> | <b>1,023,205</b>  | <b>975,914</b>   | <b>1,015,939</b> | <b>1,000,917</b> | <b>992,615</b>   |
| <b>Duran Varlıklar</b>                             |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Ticari Alacaklar                                   | 2,026            | -                | -                | -                | -                | -                 | -                | -                | -                | -                |
| Diğer Alacaklar                                    | 22,758           | 24,115           | 10,288           | 10,498           | 9,848            | 6,815             | 6,815            | 6,815            | 6,815            | 6,815            |
| Finansal Yatırımlar                                | 0                | 0                | -                | -                | 27               | 27                | 27               | 27               | 27               | 27               |
| Maddi Duran Varlıklar                              | 2,221,989        | 2,350,753        | 2,122,785        | 2,109,903        | 2,075,205        | 2,166,923         | 2,269,598        | 2,420,538        | 2,590,628        | 2,726,708        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                      | 55,011           | 55,187           | 48,781           | 47,985           | 48,054           | 48,592            | 48,592           | 48,592           | 48,592           | 48,592           |
| Türev Finansal Araçlar                             | 25,134           | 5,374            | 34,026           | 27,926           | 23,268           | 24,311            | 24,311           | 24,311           | 24,311           | 24,311           |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                           | 48,991           | -                | -                | -                | -                | -                 | -                | -                | -                | -                |
| Diğer Duran Varlıklar                              | 9,930            | 3,650            | 7,447            | 8,256            | 4,306            | 12,926            | 12,926           | 12,926           | 12,926           | 12,926           |
| <b>Duran Varlıklar Toplamı</b>                     | <b>2,385,839</b> | <b>2,439,079</b> | <b>2,223,327</b> | <b>2,204,569</b> | <b>2,160,708</b> | <b>2,259,593</b>  | <b>2,362,268</b> | <b>2,513,208</b> | <b>2,683,298</b> | <b>2,819,379</b> |
| <b>Aktif Toplamı</b>                               | <b>3,403,500</b> | <b>3,422,566</b> | <b>3,229,149</b> | <b>3,268,287</b> | <b>3,420,591</b> | <b>3,282,798</b>  | <b>3,338,182</b> | <b>3,529,147</b> | <b>3,684,215</b> | <b>3,811,994</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                   |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Finansal Borçlar                                   | 472,491          | 603,393          | 378,956          | 399,328          | 333,370          | 281,959           | 273,254          | 201,950          | 237,723          | 284,208          |
| Ticari Borçlar                                     | 261,828          | 125,884          | 96,984           | 64,165           | 76,231           | 70,708            | 62,969           | 68,274           | 73,338           | 77,416           |
| Diğer Borçlar                                      | 12,995           | 173,327          | 210,242          | 24,570           | 1,322            | 61,285            | 61,285           | 61,285           | 61,285           | 61,285           |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                       | -                | -                | -                | -                | 31,248           | 66,474            | 56,453           | 78,586           | 84,136           | 86,095           |
| Borç Karşılıkları                                  | 10,552           | 11,813           | 9,930            | 9,801            | 8,645            | 8,270             | 8,270            | 8,270            | 8,270            | 8,270            |
| Türev Finansal Araçlar                             | -                | 62               | -                | 74               | 59               | 32                | 32               | 32               | 32               | 32               |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                    | 58,254           | 36,782           | 28,248           | 29,896           | 46,680           | 30,876            | 30,921           | 35,921           | 37,921           | 36,921           |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı</b>           | <b>816,119</b>   | <b>951,260</b>   | <b>724,360</b>   | <b>527,833</b>   | <b>497,555</b>   | <b>519,603</b>    | <b>493,184</b>   | <b>454,318</b>   | <b>502,705</b>   | <b>554,227</b>   |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                   |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Finansal Borçlar                                   | 1,324,654        | 1,016,851        | 379,884          | 442,323          | 277,915          | 159,719           | 176,954          | 301,223          | 411,320          | 450,047          |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar | 59,891           | 82,884           | 78,049           | 84,943           | 88,093           | 85,060            | 90,509           | 95,959           | 101,408          | 106,858          |
| Türev Finansal Araçlar                             | 4,237            | 7,359            | 5,328            | 6,746            | 10,238           | 15,122            | 15,122           | 15,122           | 15,122           | 15,122           |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                       | -                | 11,452           | 98,924           | 95,679           | 158,213          | 201,648           | 211,948          | 216,590          | 206,218          | 195,294          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler Toplamı</b>           | <b>1,388,782</b> | <b>1,118,545</b> | <b>562,184</b>   | <b>629,690</b>   | <b>534,458</b>   | <b>461,549</b>    | <b>494,534</b>   | <b>628,893</b>   | <b>734,068</b>   | <b>767,320</b>   |
| <b>Özsermaye</b>                                   |                  |                  |                  |                  |                  |                   |                  |                  |                  |                  |
| Ödenmiş Sermaye                                    | 797,263          | 844,805          | 1,474,105        | 1,474,105        | 1,474,105        | 1,474,105         | 1,474,105        | 1,474,105        | 1,474,105        | 1,474,105        |
| Sermaye Düzeltmesi Farkları                        | 2,257,769        | 2,392,404        | 85               | 85               | 85               | 85                | 85               | 85               | 85               | 85               |
| Finansal Riskten Korunma Fonu                      | (7,331)          | (17,254)         | (4,313)          | (3,013)          | (2,481)          | (5,011)           | (5,011)          | (5,011)          | (5,011)          | (5,011)          |
| Yabancı Para Çevrim Farkları                       | (13,204)         | 541              | -                | -                | -                | 74,028            | 74,028           | 74,028           | 74,028           | 74,028           |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                | 32,956           | 34,921           | 16,727           | 19,751           | 19,751           | 68,101            | 92,993           | 122,433          | 164,290          | 200,770          |
| Geçmiş Yıllar Karı/(Zararları)                     | (1,983,312)      | (2,002,001)      | 251,951          | 452,978          | 441,196          | 441,496           | 441,496          | 441,496          | 441,496          | 441,496          |
| Net Dönem Karı/(Zararı)                            | 114,459          | 99,344           | 204,050          | 166,858          | 455,923          | 248,842           | 272,769          | 338,801          | 298,450          | 304,975          |
| <b>Özsermaye Toplamı</b>                           | <b>1,198,600</b> | <b>1,352,760</b> | <b>1,942,605</b> | <b>2,110,764</b> | <b>2,388,577</b> | <b>2,301,646</b>  | <b>2,350,464</b> | <b>2,445,936</b> | <b>2,447,442</b> | <b>2,490,447</b> |
| <b>Pasif Toplamı</b>                               | <b>3,403,500</b> | <b>3,422,566</b> | <b>3,229,149</b> | <b>3,268,287</b> | <b>3,420,591</b> | <b>3,282,798</b>  | <b>3,338,182</b> | <b>3,529,147</b> | <b>3,684,215</b> | <b>3,811,994</b> |

Kaynak: Şirket Yönetimi

İsdemir'e ait geçmiş ve tahmini dönemlere ilişkin bilançolar incelendiğinde, diğer alacaklar ve diğer borçlar bakiyelerinin yüksek tutarlarda olduğu göze çarpmaktadır. Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, diğer alacak ve borç bakiyelerinin gün sonundaki nakit tutarlarından oluştuğu öğrenilmiştir. Ana ortak olan Erdemir'in merkezi hazine yönetimi sebebiyle İsdemir sınırlı nakit taşımakta ve gün sonundaki fazla nakdi piyasa koşullarına göre tespit edilen güncel faiz oranlarını kullanarak gün sonlarında Erdemir'e transfer etmektedir.

31 Mayıs 2015 bilançosunda bulunan 366.4 m ABD Doları tutarındaki ilişkili taraflara diğer borçlar bakiyesinin ortaklara dağıtılacak temettü tutarına ilişkin bir bakiye olduğu öğrenilmiş olup temettü dağıtımından sonra 31 Aralık 2015 bilançosunda bu tutar yer almamaktadır.

Ticari alacaklar bakiyeleri incelendiğinde, 31 Aralık 2014 dönemi sonrası, özellikle projeksiyon dönemlerinde 2017 yılına kadar düşüş yaşayacağı varsayılmıştır. Demir cevheri fiyatlarındaki azalış sonrası azalacağı tahmin edilen toplam satış tutarlarının etkisi ile ticari alacak bakiyelerinin 2017 yılına kadar azalacağı daha sonraki dönemlerde ise yine toplam satışlarda gerçekleşmesi beklenen artışlar ile beraber nihai döneme kadar artacağı varsayılmıştır.

İsdemir'e ait stok tutarları incelendiğinde, projeksiyon döneminde, stok tutarlarında azalış olacağı tahmin edilmektedir. Şirket Yönetimi tarafından bu azalışın stok miktarlarındaki azalıştan ya da stok politikasındaki değişikliklerden değil, demir cevher fiyatlarında meydana gelen düşüşten kaynaklandığı öğrenilmiştir.

| İsdemir - Yatırımlar |                |                |                |                |                |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| ('000 ABD Doları)    | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           |
| Büyük Yatırımlar     | 179,424        | 191,308        | 239,588        | 268,443        | 235,417        |
| Projeli İşler        | 12,600         | 13,700         | 10,000         | 10,000         | 10,000         |
| SKİ                  | 5,000          | 4,800          | 5,000          | 5,000          | 5,000          |
| <b>Toplam</b>        | <b>197,024</b> | <b>209,808</b> | <b>254,588</b> | <b>283,443</b> | <b>250,417</b> |

Kaynak: Şirket Yönetimi

| Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. |                               |                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                          | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket ve iştirakleri; haddelenmiş demir çelik ürünleri, alaşımlı ve alaşımsız demir, çelik ve dökme demir döküm, dökme ve pres çelik, kok kömürü ve her türlü demir çelik yan ürünü üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK                                    | 934 milyon ABD Doları         |                                                                                                                                                                                                                     |
| Şirket Değeri                            | 6,349 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                                                                                     |

| Asil Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. |                               |                                                                        |
|-----------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                   | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, sıvı çelik ve sıcak hadde mamulü üretimi ve satışı yapmaktadır |
| FAVÖK                             | 37 milyon ABD Doları          |                                                                        |
| Şirket Değeri                     | 309 milyon ABD Doları         |                                                                        |

| İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. |                               |                                                                                                                                                                                                       |
|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu               | Demir-çelik üretimi ve satışı | İzmir merkezli Şirket ve iştirakleri; demir çelik üretimi, satış, pazarlaması ve taşımacılığı yapmaktadır. Ürün portföyü, çelik kütükleri, inşaat demiri, profil demir ve yan mamülleri içermektedir. |
| FAVÖK                         | 50 milyon ABD Doları          |                                                                                                                                                                                                       |
| Şirket Değeri                 | 781 milyon ABD Doları         |                                                                                                                                                                                                       |

| Gerdau SA       |                               |                                                                                                                                                  |
|-----------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Brezilya ve Amerika'da faaliyet gösteren şirket, yassı, uzun ve sıvı çelik ile semir çelik sanayi yarı mamulleri üretimi ve ticareti yapmaktadır |
| FAVÖK           | 1,450 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                  |
| Şirket Değeri   | 10,424 milyon ABD Doları      |                                                                                                                                                  |

| Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve T.A.Ş. |                               |                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------------------------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                               | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, ham demir çelik ürünleri, kok kömürü ve yan mamülleri üretimi ve satışı yapmaktadır. Ürün portföyü, yuvarlak demir çubuk, profil demir, inşaat demiri, köşebentler, demiryolu rayı ve dökme demirden oluşmaktadır. |
| FAVÖK                                         | 157 milyon ABD Doları         |                                                                                                                                                                                                                            |
| Şirket Değeri                                 | 1,279 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                                                                                            |

| Arcelor Mittal  |                               |                                                                                                                                                                 |
|-----------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Otomotiv, mühendislik, inşaat, enerji sektörlerine ve makina endüstrisine hizmet veren şirket, yassı ve uzun çelik ürünlerin üretimini ve satışını yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 6,827 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                                 |
| Şirket Değeri   | 37,525 milyon ABD Doları      |                                                                                                                                                                 |

| Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayi A.Ş. |                               |                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                        | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, karbon çeliği, az alaşımlı çelik, paslanmaz çelik, yüksek manganlı çelik, yüksek sıcaklığa dayanımlı çelik ve takım çeliklerinin yanında, alaşımlı ve alaşımsız pik ve sfero dökümlerle beyaz dökme demir parçaların üretimini yapmaktadır. |
| FAVÖK                                  | -                             |                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Şirket Değeri                          | 15 milyon ABD Doları          |                                                                                                                                                                                                                                                     |

| Voestalpine AG  |                               |                                                                                                                                                |
|-----------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Çelik ürünlerinin üretim, işleme ve dağıtımını yapan Avusturyalı şirket, iki ayrı bölümü ile hem yassı hem uzun segmentte ürünler sunmaktadır. |
| FAVÖK           | 1,512 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                |
| Şirket Değeri   | 10,431 milyon ABD Doları      |                                                                                                                                                |

Kaynak: Capital IQ, şirket internet siteleri, KPMG analizi.

### OJSC Novolipetsk Steel

|                 |                               |                                                                                                  |
|-----------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Rus şirket ve iştirakleri, hem uzun hem yassı çelik ürünlerinin üretimi ve satışını yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 2,553 milyon ABD Doları       |                                                                                                  |
| Şirket Değeri   | 9,712 milyon ABD Doları       |                                                                                                  |

### Nippon Steel & Sumitomo Metal Corporation

|                 |                               |                                                                                                                |
|-----------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Japonya merkezli şirket, çelik levha ve sac, çubuk çelik ve çelik yapı ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 5,656 milyon ABD Doları       |                                                                                                                |
| Şirket Değeri   | 44,734 milyon ABD Doları      |                                                                                                                |

### Tata Steel Limited

|                 |                               |                                                                                        |
|-----------------|-------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Hindistan merkezli Şirket, yassı ve uzun çelik ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 1,981 milyon ABD Doları       |                                                                                        |
| Şirket Değeri   | 14,542 milyon ABD Doları      |                                                                                        |

### Daido Steel Co. Ltd.

|                 |                               |                                                                                                                                                                                      |
|-----------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Japon şirket ve iştirakleri, katma değerli çelik ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket, otomotiv parçaları, endüstriyel ve elektronik makina parçaları üretimi yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 357 milyon ABD Doları         |                                                                                                                                                                                      |
| Şirket Değeri   | 3,314 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                                                      |

### Posco

|                 |                               |                                                                                                                                                            |
|-----------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Yassı ve uzun demir çelik ürünleri üretimi ve satışı yapan Şirket, ayrıca demir çelik üretimi için ham madde ve demir çelik ürünleri ticareti yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 5,848 milyon ABD Doları       |                                                                                                                                                            |
| Şirket Değeri   | 40,020 milyon ABD Doları      |                                                                                                                                                            |

### Moil Limited

|                 |                               |                                                                              |
|-----------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, manganez cevheri üretimi ve satışı alanında faaliyet göstermektedir. |
| FAVÖK           | 59 milyon ABD Doları          |                                                                              |
| Şirket Değeri   | 199 milyon ABD Doları         |                                                                              |

### Mitsubishi Steel Mfg. Co. Ltd.

|                 |                               |                                                                                                                    |
|-----------------|-------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Japon şirket, otomotiv, inşaat sektörleri ve makina endüstrisi için katma değerli çelik parça üretimi yapmaktadır. |
| FAVÖK           | 69 milyon ABD Doları          |                                                                                                                    |
| Şirket Değeri   | 366 milyon ABD Doları         |                                                                                                                    |

### Usha Martin Limited

|                 |                               |                                                                                                                                                                                    |
|-----------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket ve iştirakleri, katma değerli çelik ürünleri ve tel halat üretimi ve satışı yapmaktadır. Çelik segmenti, çelik tel, çekme demir, inşaat demiri ve dökme demir üretmektedir. |
| FAVÖK           | 120 milyon ABD Doları         |                                                                                                                                                                                    |
| Şirket Değeri   | 655 milyon ABD Doları         |                                                                                                                                                                                    |

Kaynak: Capital IQ, şirket internet siteleri, KPMG analizi.

| Steel Authority of India Limited |                               |                                                                                                                              |
|----------------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                  | Demir-çelik üretimi ve satışı | Hindistan merkezli Şirket, yassı ve uzun demir çelik ürünleri, işlenmiş demir cürufu ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK                            | 734 milyon ABD Doları         |                                                                                                                              |
| Şirket Değeri                    | 7,851 milyon ABD Doları       |                                                                                                                              |

| Xingda International Holdings Ltd. |                               |                                                                                                           |
|------------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                    | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, otomotiv sanayi için radyal lastik teli, çelik bilye ve biçme teli üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK                              | 164 milyon ABD Doları         |                                                                                                           |
| Şirket Değeri                      | 824 milyon ABD Doları         |                                                                                                           |

| Baoshan Iron & Steel Co., Ltd. |                               |                                                                                                             |
|--------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, Çin ve uluslararası pazarlar için uzun ve yassı demir çelik ürünleri üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK                          | 3,076 milyon ABD Doları       |                                                                                                             |
| Şirket Değeri                  | 30,338 milyon ABD Doları      |                                                                                                             |

| Tiangong International Company, Limited |                               |                                                                                                             |
|-----------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Faaliyet konusu                         | Demir-çelik üretimi ve satışı | Şirket, Çin, Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya pazarlarına yüksek alaşımlı çelik üretimi ve satışı yapmaktadır. |
| FAVÖK                                   | 140 milyon ABD Doları         |                                                                                                             |
| Şirket Değeri                           | 824 milyon ABD Doları         |                                                                                                             |

Kaynak: Capital IQ, şirket internet siteleri, KPMG analizi.



**Akis Bağımsız Denetim ve Serbest  
Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.**  
Kavacık Rüzgarlı Bahçe Mah.  
Kavak Sok. No: 29  
Beykoz 34805 İstanbul

Telephone +90 (216) 681 90 00  
Fax +90 (216) 681 90 90  
Internet www.kpmg.com.tr

07 Ağustos 2015

Sayın Yetkili,

2003/34 sayılı Sermaye Piyasası Kurul Bölgeninde duyurulan 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve ayrıca değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını beyan ederiz.

Saygılarımla,



Hande Şenova

Ortak

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı

KPMG Akis Bağımsız Denetim ve Serbest  
Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.  
a Turkish corporation and a member firm of the KPMG network of independent  
member firms affiliated with KPMG International Cooperative, a Swiss entity.



Bu rapor, KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) tarafından İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.’nin (“Müşteri”, “Şirket” veya “İsdemir”) talebi üzerine 31 Mayıs 2015 (“Değerleme Tarihi”) itibarıyla Şirket değerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında düzenleyici otoritelerin kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı izniniz olmadan verilemez.

KPMG veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.

Genel olarak çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmekte ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.

İsdemir hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve İsdemir Yönetimi’nin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.



*cutting through complexity*

© 2015 KPMG Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.

KPMG adı, Logosu ve “cutting through complexity” sloganı KPMG International'ın tescilli ticari markasıdır.