

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ Yatırım) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Yükselen Çelik A.Ş. (Yükselen Çelik) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Yükselen Çelik A.Ş. 20 Mart 1989 tarihinde İstanbul'da Yükselen Çelik Ticaret Limited Şirketi ünvanı ile kurulmuştur. Yükselen Çelik Ticaret Limited Şirketi, 7 Ocak 2013 tarihli ve 8230 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yapılan ünvan değişikliği ile Yükselen Çelik A.Ş. adını almıştır.

Şirketin faaliyet konusu, makina, otomotiv, kalıp, demir çelik, gemi, inşaat ve demiryolu endüstrileri başta olmak üzere tüm sanayi kollarında kullanılmak üzere karbon, imalat, yapı, alaşımlı ve alaşımsız, takım paslanmaz, vasıflı ve vasıfsız her türlü demir çelik ürünlerinin üretimini, ithalatını, ihracatını, yurtiçi alım ve satımını yapmaktır.

10 farklı ülkede 40'ın üzerinde çelik üreticisiyle uzun süreli işbirliği bulunan şirket; DSS (Ukrayna), Poldi (Çek Cumhuriyeti), Energietechnik (Almanya) ve Toolgo (Çin) markalarının Türkiye Distribütörü'dür. Yükselen Çelik, ayrıca 2013 yılında rekabet içinde olduğu Ramateks Metal şirketini bünyesine katmıştır. Şirketin 30 Haziran 2019 tarihi itibarıyla çalışan sayısı 36'dır.

Yükselen Çelik'ten alınmış olan verilere göre Türkiye çelik pazarının toplam büyüklüğü 2018 yılında 37.311.000 ton olarak gerçekleşirken, 2018 yılında kalıp çeliği pazarı ise 70.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Yükselen Çelik A.Ş. (Yükselen Çelik)
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Sermaye	30,500,000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	43,310,000 TL
Halka Açıklık Oranı	29,58%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 12.810.000 TL
Halka Arz Fiyatı	5.40 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69,174,000 TL
Halka Arz Tarihi	7-8 Kasım 2019
BİST İşlem Kodu	YKSLN
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. Fiyat istikrarı işlemlerinin sona ermesinden sonra bir yıl kadar likidite sağlayıcılık işlemleri planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	Ortaklar sahip oldukları payları (Borsada işlem görecektir) payların tekrar alınıp satılması hariç) 1 yıl boyunca satmama ve şirket 1 yıl süreyle herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmaması taahhüdünde bulunmuştur.

Bu 70.000 ton kalıp çeliği pazarı içerisinde şirketin pazar payı %14 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu Pazar içerisinde yüksek alışımlı çelik pazarı büyüklüğü 35 bin ton olurken Yükselen Çelik'in pazar payı %18 olurken, yine 35 bin ton büyüklüğü olan takım çeliği pazarında da %10 pazar payı elde edilmiştir.

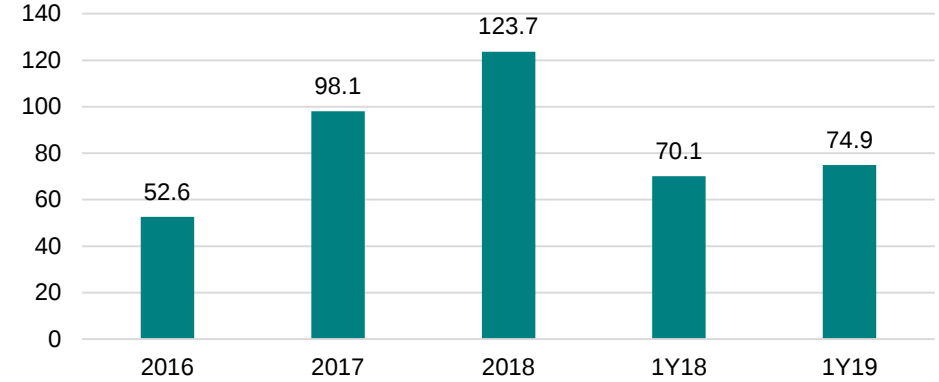
Yükselen Çelik cirosunun miktar bazında dağılımına bakarsak 2016 yılında %77 seviyesinde bulunan karbon çeliği 2017 yılında %71, 2018 yılında ise %60 seviyesine gerilerken, alışımlı çelik üretiminin cirodaki payı 2016 yılındaki %17 seviyesinden 2017 yılında %20, 2018 yılında da %26 seviyesine yükselmiştir. Aynı şekilde takım çeliğinin cirodaki payı da 2016 yılındaki %6 seviyesinden 2017 yılında %9, 2018 yılında da %15 seviyesine kadar yükselmiştir.

Şirketin faaliyet alanlarını standart ürünler, tasarım ürünler ve distribütörlük olarak ayırmak mümkündür. Bu kapsamda Şirketin standart ürünlerinin cirodaki payı %70 seviyesinde gerçekleşirken, net kardaki payı %61 seviyesindedir. Tasarım ürünler tarafının ise cirodaki payı %15 seviyesinde bulunurken, katma değerinden dolayı yüksek karlılığı bulunan bu ürün grubunun net kardaki payı %25 seviyesindedir. Diğer yandan distribütörlük ise cirodan %15 pay alırken, net kardan da %14'lük pay almaktadır.

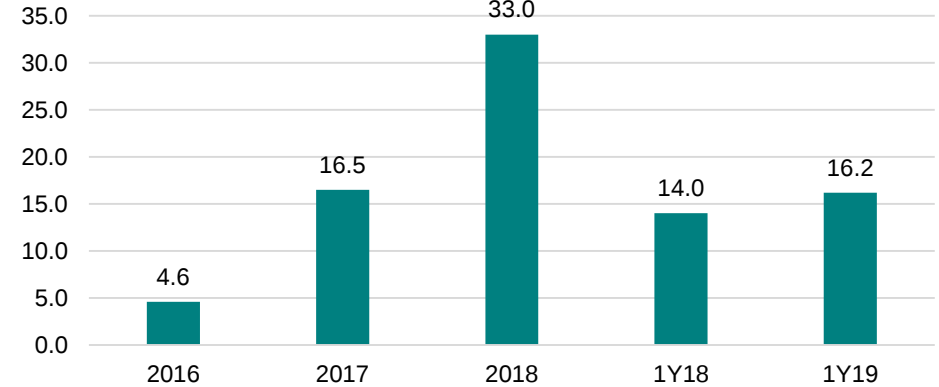
Yükselen Çelik 19 sektöre ürünlerini satarken, ilk üç sektörün payı %29 seviyesindedir. Yıllar içerisinde Şirket sektör ve müşteri dağılımını mümkün olduğu kadar tabana yaymaya çalışırken, ilk 10 müşterinin ciro içerisindeki payı 2010 yılındaki %60 seviyesinden, 2018 yılında %30 seviyesine kadar gerilemiştir. Aynı şekilde Şirket 2004 yılında 150 adet müşteriye hizmet verirken, 2018 yılında bu sayı 725'e kadar yükselmiştir.

Yükselen Çelik, sermaye artırımı yoluyla halka arz gerçekleştirecek olup, Şirket halka arzdan gelecek fon ile, yatırım finansmanı ve makina alımı, işletme sermayesinin güçlendirilmesi ve finansal borçların ödenmesinin yapılmasını planlamaktadır. Bu çerçevede Şirket, büyüyen satış hacimlerini ve ileride 10 yıllık büyüme planını destekleyecek yeterlilikte makina, ekipman ve depolama gereçleri alımı yapacaktır.

Net Satışlar (TL)



FVAÖK (TL)



Kaynak: Yükselen Çelik

Karlılık Oranları	1Y19	1Y18	2018	2017	2016
Brüt Kar Marjı	26%	25%	32%	21%	17%
Faaliyet Kar Marjı	25%	25%	33%	18%	3%
Net Kar Marjı	14%	11%	20%	10%	-7%

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Ayrıca Şirket üretim ve satış hacminin artmasına bağlı olarak, öncelikle stok finansmanı, satış finansmanı ve hammadde tedariki alanlarında ve ayrıca diğer işletme sermayesi ihtiyacı bulunan alanlarda halka arzdan gelecek fonlar kullanılacaktır. Bunun dışında yine bu fonlar ile orta vadeli banka borçlarının kapatılarak finansman maliyetlerinin düşürülmesi de planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı		Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı	
		Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Yüksel Göktürk	A	8,845,000	29.00%	8,845,000	20.42%
Yüksel Göktürk	B	5,490,000	18.00%	5,490,000	12.68%
Barış Göktürk	A	7,320,000	24.00%	7,320,000	16.90%
Barış Göktürk	B	1,830,000	6.00%	1,830,000	4.23%
Burak Göktürk	A	305,000	1.00%	305,000	0.70%
Burak Göktürk	B	5,795,000	19.00%	5,795,000	13.38%
Ferhan Göktürk	A	305,000	1.00%	305,000	0.70%
Ferhan Göktürk	B	610,000	2.00%	610,000	1.41%
Halka Açık	B	-	-	12,810,000	29.58%
Toplam		30,500,000	100.0%	43,310,000	100.0%

Yükselen Çelik'in halka arz öncesi sermayesi 30,5 milyon TL olup, 12,81 milyon TL'si mevcut ortakların haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecektir. Böylelikle şirketin toplam sermayesi 43,31 milyon TL'ye yükseltillirken, halka açıklık oranı %29,58 olacaktır.

Şirketin hakim ortağı, halka arz öncesi %100 pay ile Göktürk ailesidir. Sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla yapılacak halka arz sonrasında %70,42 oranla yine aynı aile hakim ortak olmayı sürdürecektir. Ayrıca Yükselen Çelik'in sermayesini temsil eden paylar A ve B grubu olarak ayrılmaktadır. İmtiyazlı A grubu payların toplam nominal tutarı 16.775.000 TL olup, A grubu payların genel kurul toplantılarında oy hakkı imtiyazı, tasfiye kararı alınmasında ve tasfiye memurlarının seçiminde imtiyazları vardır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır. A grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 15 oy hakkı, B grubu pay sahiplerinin veya vekillerinin her bir pay için 1 oy hakkı vardır.

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Gedik Yatırım'ın hazırlamış olduğu fiyat tespit raporunda halka arz edilecek payların birim fiyatı tespitinde, değerlendirme yöntemleri olarak piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi kullanılmıştır. Raporda değerlendirme metodolojilerinin, sektörün ve şirketin özelliklerine uygun olarak seçildiği ve şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu görüşüne yer verilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde önce, yurtiçi tarafta Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler incelenmiş, Şirketin sektörü gereği olarak BİST Metal Ana Endeksi'nde (XMANA) yer alan ve Yükselen Çelik ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketlerin çarpanlarının kullanılmasına karar verildiği belirtilmiştir. Bu kapsamda Gedik Yatırım yapmış olduğu hesaplamalarına metal ana endeksinden, Borusan Boru, Burçelik, Çelik Halat, Demisaş Döküm, Döktaş Dökümcülük, Erbosan, Sarkuysan ve Tuğçelik olmak üzere 8 şirketin finansallarını ve çarpanlarını dahil etmiştir. Gedik Yatırım bu şirketlerin seçiminde katma değerli ürün üretme kapasitesi ve ürünlerinin satış pazarındaki çeşitliliklerinin dikkate alındığını ve bu kriterlere uymayan diğer bazı XMANA endeksine dahil şirketlerin değerlendirme dışında tutulduğu bildirilmiştir.

Hazırlanan fiyat tespit raporunda şirketin değerlemesinde kullanılmak üzere benzer şirket karşılaştırmasına dayalı piyasa çarpanları analizi yöntemi kullanılırken aynı zamanda yurtdışı benzer şirketlere de bakılmış, hesaplamalara burdan da 14 adet şirket ilave edilmiştir. Buna göre piyasa çarpanları analizi yönteminde, Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FVAÖK) çarpanı kullanılmıştır.

Çarpan ortalamaları bulunurken, yurtiçi şirketler için açıklanan son 12 ay finansallarına göre hesaplanan çarpanlar kullanılırken, yurtdışı benzer şirketlerin çarpanları hesaplanırken, hem son 12 ay finansallarına göre hesaplanan çarpanlar, hem de Bloomberg terminalinden alınan 2019 yılı tahmini ortalamalar kullanılmıştır. Çarpan ortalamaları hesaplanırken, baz alınan şirketlerin toplam firma değerlerinin, toplam FVAÖK'e bölünerek bulunan ortalamalar kullanılmıştır.

Şirketin ayrıca Tuzla'da bir gayrimenkulü bulunmaktadır. Bu gayrimenkul, Yükselen Çelik'in 2014 yılında, Ramateks Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi satın alması sonrasında Şirket bünyesine katılmış olup, üzerindeki ekipman ve stoğun satılması sonrasında atıl bir şekilde durmaktadır. Üzerinde hiçbir üretim faaliyeti bulunmayan gayrimenkul yatırım amaçlı olarak Şirket bünyesinde tutulmaktadır. Bu sebeple 23.07.2019 tarihinde yapılmış olan gayrimenkul değerlendirme raporundan bulunan 27.465.000 TL değer, %30 oranında iskontolanarak Gedik Yatırım tarafından değerlendirme hesabının içerisine 19.225.500 TL olarak eklenmiştir.

Yükselen Çelik'in Raporda FD/FVAÖK çarpanı ile, hem yurtiçi hem yurtdışı şirketlerin ortalamalarından ulaşılan sonuçlara eşit ağırlık verilerek bulunan nihai değer, gayrimenkulden gelen değer de eklenmesiyle 213,594,465 TL olduğu belirtilmiştir.

Gedik Yatırım'ın hazırlamış olduğu raporda ikinci kullanılan yöntem indirgenmiş nakit akımları analizidir. Bu kapsamda hazırlanmış olan gelir projeksiyonlarında 10 yıllık bir dönem kullanılırken, projeksiyonun oluşturulmasında şirket beklentilerinin baz alındığı belirtilmiştir. Bu kapsamda yapılan projeksiyonlarda ilk yıl gelir büyümesi %30,8, ikinci yıl %33,7, üçüncü yıl %30,6 olmak üzere, giderek azalan büyüme oranlarıyla en son yıl olan 2028 yılında %6 oranında gelir büyümesi tahminleri yapılmıştır. Şirketin brüt kar marjı tahmin periyodu boyunca %27,6'dan %26,5'e hafif bir düşüş gösterirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı %5,6 olarak sabit tutulmuştur. Net işletme sermayesi hesabında son 2 senenin ortalama devir oranları incelenmiş, bu oranların ortalaması olan oranlar, projeksiyon dönemi boyunca sabit devir oranları olarak kullanılmış ve hesaplamalar bu oranlar üzerinden yapılmıştır. Yatırım harcaması olarak 2019 ve 2020 yılları için 5 ve 15 milyon TL'lik harcamalar öngörülürken, bakım onarım harcaması her yıl için 1 milyon TL olarak tahmin edilmiş ve bu tutar enflasyon oranlarıyla artırılmıştır.

Raporda Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplamasında ülke risk primi olarak %5,5 kullanılırken, risksiz faiz oranı için tahmin periyoduyla uyumlu olarak 10 yıllık tahvilin getirisine bakılmış ve bunun 0,5 puan üzerinde %16 oranının uygun olacağı kanaatine varılmıştır. Borçlanma oranı %20 olarak alınırken, nihai büyüme oranı olarak %6, beta oranı olarak 1 kabul edilmiştir. Şirketin Haziran 2019 bilançosundaki borçlanma oranı olan %48,9 borç oranı olarak dikkate alınmış, böylelikle AOSM %18,61 olarak hesaplanmıştır.

Yapılan hesaplamaların sonucunda, İNA analizinden, gayrimenkulden gelen değer %30 iskontolanması ile oluşan değer de üzerine eklenmesiyle halka arz öncesi şirket değeri olarak 248.101.082 TL değere ulaşılmıştır.

Sonuç olarak çarpan analizi ve İNA analizinden çıkan 213.594.465 TL ile 248.101.082 TL değerlerine eşit ağırlık verilerek 230.847.774 TL halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Tamamı sermaye artırımını yöntemiyle yapılacak halka arzda uygulanan %28,7'lik halka arz iskontosu sonrasında halka arz birim pay değeri olarak 5,40 TL değere ulaşılmıştır.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Başına Değer
İNA	50.0%	248,101,082	8.13
Çarpan	50.0%	213,594,465	7.00
Sonuç		230,847,774	7.57

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)	
Halka arz öncesi değer	230,847,774
Halka arz iskontosu	28.7%
Halka arz iskontolu değer	164,700,000
Halka arz öncesi ödenmiş sermaye	30,500,000
Halka arz pay başına değer	5.40
Halka arz büyüklüğü	69,174,000
Halka arz sonrası piyasa değeri	233,874,000
Halka arz sonrası ödenmiş sermaye	43,310,000
Halka açıklık oranı	29.58%

Kaynak: Gedik Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Gedik Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Gedik Yatırım tarafından oluşturulan Yükselen Çelik fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, şirketin gerçek değerini yansıtmaları açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu kanısındayız. InvestAZ Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Uygulanan çarpan analizi ve İNA yöntemlerinin genel olarak şirket değerini yansıtmakta yeterli olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizi yönteminde şirketin nakit akışlarını daha iyi yansıtmaları açısından FD/FVAÖK oranının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı için seçilen şirketlerin yeterli olduğu görüşündeyiz.
- İNA analizinde genel olarak yer alan açıklamaların yeterli olduğu düşüncesindeyiz.

- AOSM hesabında kullanılan risksiz faiz oranı için 10 yıllık projeksiyonla uyumlu olarak 10 yıllık tahvil getirisine bakılmasının yerinde olduğu kanaatindeyiz.
- Betanın 1 olarak hesaplamaya dahil edilmesi yerine, Yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin hesaplanan ortalama beta değerleri üzerinden bulunacak bir beta değerinin kullanılmasının da makul olabileceği görüşündeyiz.
- Uygulanan %28,7 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.