



BMS ÇELİK HASIR SANAYİ VE TİC. A.Ş.

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin**

Değerlendirme Raporu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun
VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır

3 Kasım 2021

1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket’in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediği ise nedeninin açıklanmasıdır.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

BMS Çelik Hasır’ın sermaye artırımını ve ortak satış yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

Piyasa Yaklaşımı - Çarpan Analizi

Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Çarpan Analizi yöntemi, borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkânı vermektedir. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi ise birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirketin spesifik risklerini de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkanı sunar.

Değerleme metodolojileri sektörün ve şirketin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir ve söz konusu dünyaca kabul görmüş yöntemlerin şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

Değerlemede kullanılan finansal bilgiler, BMS Çelik Hasır tarafından hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve BMS Çelik Hasır yönetimi tahminleri esas alınarak kullanılmıştır.

1.1. Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları yöntemi, değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

2.1.1 Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değeri

Yurt içi çarpan analizinde, BMS Çelik Hasır ile faaliyet alanı benzer olduğuna kanaat getirilen ve BIST Metal Ana Endeksi’nde (XMANA) yer alan şirketler arasından seçim yapılarak çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. XMANA endeksinden yapılan hisse seçimlerinde şirketlerin ürettikleri ürünlerin katma değerleri hesaba katılmış, ilgili emtialar üzerinde daha az işlem uygulanmış ürünler satan şirketler değerlendirme dışında bırakılmıştır. Çarpan değerleri uç değerlere ulaşmış şirketler çarpan analizinin dışında bırakılmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında; FD/FAVÖK çarpanı için ise baz alınan şirketlerin toplam firma değerinin toplam FAVÖK’e bölünerek bulunan değeri kullanılmıştır.

Yurt içi çarpanlarda kullanılan benzer şirket çarpanları için son açıklanan finansal tablolara ait veriler kullanılmıştır. FAVÖK değerleri için Bloomberg Veri Terminali’nin finansal

tablolardaki değerlerde ayarlama yaptığı “adjusted” özelliğinden yararlanılmış, FD/FAVÖK hesaplanırken takip eden son 12 ay dikkate alınmıştır.

2.1.2 Yurt Dışı Benzer Şirketler ve Çarpan Değeri

Yurt dışı çarpan analizinde, BMS Çelik Hasır’ın içinde bulunduğu demir-çelik sektörünün global bir yapıda olması dikkate alınarak Bloomberg Veri Terminali vasıtasıyla yurt dışında işlem gören yabancı benzer şirket seçiminde bulunulmuştur. Benzer şirketlerin seçiminde küresel borsalarda işlem gören birçok şirket verisine ulaşılmış ancak bu şirketler içerisinden ülke ve borsa yapısı Türkiye’ye yakın olan ülkelerdeki şirketler ile bu şirketler içerisinden de BMS Çelik Hasır ile aynı faaliyet koluna yakın şirketlerin seçimine özen gösterilmiştir. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında baz alınan her bir şirketin çarpan değerleri üzerinden ortalama hesabı yapılmıştır. Hesaplama olarak; her şirketin çarpan değeri toplanıp şirket sayısına bölünerek ortalama çarpan değeri kullanılmıştır.

2.1.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Çarpan Analizi	Çarpan	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	
Yurtiçi FD/FAVÖK	13,73	222.827.033	%50	111.413.516
Yurtdışı FD/FAVÖK	8,57	132.433.497	%50	66.216.749
Şirket Değeri			%100	177.630.265

Oran analizi yöntemiyle BMS Çelik Hasır için hem yurt içi hem de yurt dışı (FD/FAVÖK) oranları ile hesaplanan değerlerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 177.630.265 TL’lik piyasa değerine ve 8,88 TL birim pay değerine sahiptir. FD/FAVÖK oranının genel itibarıyla firma değerini daha iyi tespit ettiği düşünülmektedir.

Ödenmiş Sermaye	20.010.000
Özsermaye Değeri	177.630.265
Pay Başına Değer	8,88

2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Invest-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından fiyat tespit raporunda (Rapor) kullanılan İNA varsayımları aşağıdaki şekildedir.

2.2.1. Satışların Projeksiyonu

Şirket’in hem mamul hem de ticari mal grubundan oluşan satışları için BMS Çelik Hasır yönetimi 2021-2030 projeksiyonlarında bulunmuştur. Her bir ürünün TL birim fiyatları ise

IMF'nin yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda artırılmıştır. Bu kapsamda IMF'nin yeni tip koronavirüs (Covid-19) salgınının etkilerini dikkate alarak ülkelerin makroekonomik göstergelerine dair Haziran 2020 tarihinde yayınladığı son raporundaki 2021 yılı tahminleri de dikkate alınmıştır.

Hem mamul hem de ticari mal grubundan oluşan satış hasılatı, miktar ve birim satışlarının çarpılması ve yeni üretim hattı yatırımlarının devreye gireceği dönemler hesaplanarak 2021-2030 yıllarına ait satış projeksiyonları yapılmıştır. Şirketin ürünlerdeki fire oranının %0,8 (binde 8) olduğu ve gelecek yıllarda da bu rakamın korunacağı varsayılmaktadır.

Geçmiş yıl verileri bağımsız denetim raporlarında yer alan "Hasılat" tablolarından sağlanmış olup projeksiyonun daha sağlıklı sonuç vermesini temin etmek amacıyla yurtiçi ve yurtdışı ayrımı dikkate ayrılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Mamul mal satış miktarındaki geçmiş yıl değişimleri ve IMF'den sağlanan Türkiye büyümesindeki yıllar arasındaki farkı kullanılarak gelecek yıllara ait mamul mal satış miktarlarındaki değişimler tespit edilmiştir. Ticari mal satışlarının büyüme oranının volatil olması nedeniyle satış hacimlerinde aşırı volatil ürünlerin satış tonajı sabit tutulmuş, diğer ürünlerde geçmiş yıl değişimleri üzerinden projeksiyon yapılmıştır. Covid-19 salgınının tüm dünya ticaretini ciddi oranda etkilemiş olması nedeniyle geçmiş yıl değişimler üzerinden tahminleme tekniği ile hesaplanan rakamlar kullanılarak muhafazakar bir yöntem izlenmiştir. Ancak, bu noktada olağan akışta Şirketin bu oranların üzerinde satış artışı yaşama olasılığı yüksektir.

Şirketin miktar bazlı satışlarındaki artışa ek olarak özellikle ürününün fiyatını etkileyen filmaşın dolayısıyla çelik ve nihayetinde demir cevheri fiyatındaki artış ve dolar kurunun yükselişi TL cinsi ciroyu yükseltmektedir.

Demir çelik fiyatlarının ve dolar kurunun yükselmesi ciro üzerinde yükseliş yaratacağı gibi, kâr marjının aynı kalması koşuluyla faaliyet karını pozitif yönde etkileyecektir. Nitekim Şirketin faaliyet giderleri TL cinsindendir ve demir-çelik fiyatlarının ve dolar kurunun artışından etkilenmemektedir. Ayrıca demir-çelik fiyatlarının ve dolar kurunun yükselmesi şirketin dönen varlıkları arasında bulunan stokların değer kazanması sonucunu doğuracaktır.

2.2.2. Satışların Maliyeti

Nakit akışlarının daha sağlıklı hesaplanması açısından şirketin satışlarının yanı sıra maliyetlerinde de detaylı analiz ve projeksiyon yapılmaya çalışılmış ve bu kapsamda Satılan Mal Maliyeti (SMM) için de mamul ve ticari mal ayrımına gidilmiştir. Mamul mal maliyetleri için işçilik ve diğer olmak üzere iki alt kırılım dikkate alınmıştır.

SMM için geçmiş yıl rakamsal değerleri şirket tarafından sağlanmış olup, doğru olduğu varsayılmıştır. Gelecek yıl maliyet değerleri ise 6 farklı ürünlerdeki ürün bazlı satış tonajlarındaki değişimler on yıl için tahmin edilerek, ürün segmenti bazında brüt kar marjı ortalamalarındaki oransal kırılımlar ile hesaplanmıştır. İşçilik maliyetlerinde Gebze faaliyetlerinde Gebze fabrikasının faaliyetlerine başlamasıyla on bir yeni personel alımı ile personel sayısı on beşe, Manisa fabrikasında ise üç yeni personel alımı ile personel sayısı yetmiş sekize çıkmıştır.

Şirketin Gebze fabrikasının faaliyete başlamasıyla, Marmara bölgesine yapılan ürün sevkiyatlarında navlun giderleri açısından avantaj sağlanması brüt kar marjına olumlu yansımıştır. Böylelikle %6'larda seyreden brüt kar marjı %10,2'ye sıçramıştır. 2020'nin son çeyreğinde ürün fiyatlarındaki artış da stoklardan yapılan satışların brüt kar marjını olumlu etkilemesini sağlamıştır.

Satılan Malın Maliyeti 2021 yılı için 450.886.154 TL, 2022 yılı için 506.862.365 TL ve 2023 yılı için 566.501.044 TL beklenmektedir. Satışların maliyeti ise sırasıyla %92,68, %92,66 ve %92,64 beklenmektedir.

1.1.1.1. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Faaliyet giderleri satışların oranı olarak tahmin yılları için hesaplamaya dahil edilmiştir. Buna ek olarak şirketin mevcut durumda gelecek yıllar için devam eden amortisman giderleri ve yatırımlar sonucu oluşacak amortisman giderleri faaliyet giderlerine eklenmiştir.

Faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2019 yılında %4,5 ve 2020 yılında %5,5 olarak gerçekleşmiştir. 2021, 2022, 2023 ve 2024 yıllarında ise sırasıyla %3,79, %3,79, %3,79 ve %3,79 öngörülmüştür.

1.1.1.2. Esas Faaliyet Karı

2018 yılında %3,5 olan esas faaliyet kar marjı 2019 yılında %2,2, 2020 yılında %5,7 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet karı marjı, faaliyet giderlerinin şirketin döviz bazlı gelirleriyle bire bir oranda aynı gerçekleşmediği için son üç yılın ortalaması olan %3,5 olarak varsayılmıştır. Bu oranın faaliyet karı marjındaki değişimleri dengeleyeceği varsayılmaktadır.

1.1.2. Yatırım Harcamaları ve Amortisman

BMS Çelik Hasır'ın hem üretimini arttırmak hem de satılan malın taşıma maliyetini düşürmesi için Marmara Bölgesi'ne stratejileri hayata geçirilmiş olup, detayları Satış Projeksiyonunda belirtildiği üzere Gebze üzerinde planlama gerçekleştirmiştir. Bu çerçevede Şirketin gelecek yıllara dair yapmayı planladığı yatırımları tamamlandığı için gelecek senelere yansıtılmamıştır. Şirketin yeni bir yatırım gündemi oluşturması henüz netleşmediği için yatırım harcamalarına, makinelerin modernizasyon, bilgisayarlarının kart ve yazılım güncellemeleri satışlara oranla yansıtılmıştır. Bu yatırımların amortisman etkisi on yıllık ekonomik ömür ile hesaplamaya dahil edilmiştir.

Şirketin demir-çelik sektörü için önemli olan Aliğa'daki gayrimenkulü için yürüttüğü katma değeri yüksek ürün AR-GE'si henüz tam olarak sonuçlanmaması nedeniyle ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde değerlemeye nakit akışı olarak yansıtılmamıştır.

1.1.3. Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında 2018-2020 yıllarından hareket edilmiş olup net işletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Şirket 2017 yılında devreye aldığı risk yönetimi ve finans stratejisi çerçevesinde ticari modelini tahsilat ve stok devir süresini azaltma üzerine kurgulamış ve özellikle kredili satışlarını azaltmıştır. Şirket 2016’da 40 gün olan alacak tahsil süresini 2020’de 4 güne indirerek, 2020 borç ödeme süresi olan 7 gün altına indirmeyi başarmıştır. Şirket yönetiminin sıkı alacak tahsili takibi ve etkin yönetimi net işletme sermayesi ihtiyacında düzelmeyi sağlamıştır. Pandemi etkilerinden dolayı, demir-çelik talebindeki daralmayla stok devir sayısında yükseliş görülmüştür. 2018 ve 2019’da 13 gün iken, bu sayı 2020’de 28 gün olarak gerçekleşmiştir. 2021, 2022 ve 2023’de 18 gün olarak beklenmektedir.

1.1.4. Vergi Oranı

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu’na göre kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmaktadır. Bununla birlikte kanuna eklenen aşağıdaki “Geçici 10. Madde” çerçevesinde 2018, 2019 ve 2020 yıllarında kurumlar vergisi %22 olarak uygulanmış, uygulanacaktır. Değerleme raporu bu bilgi ışığında kurumlar vergisi oranını dahil etmiştir. Bununla birlikte birçok kez gündeme gelen torba kanun içerisinde sektörler arası kurumlar vergisinin farklı uygulanması olasılığının söz konusu olabileceği ve imalat sektörü şirketlerine kurumlar vergisinin %18 olarak tatbik edilebileceğine yönelik çalışmaların varlığı bilinmektedir. Bu noktada değerlendirme raporuna yansıtılmayan bu etkinin gerçekleşmesi imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketin lehine olacaktır.

2. DEĞERLEME SONUCU

BMS Çelik Hasır’ın değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri sırasıyla %70 ve %30 olarak ağırlıklandırılmış olup, 6,92 TL pay başına değer ve 138.489.008 TL sermaye değerine ulaşılmıştır. %30 halka arz iskontosu sonrasında sermaye değeri 97.357.773 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, halka arz pay başına değer 4,87 TL olarak bulunmaktadır.

Değerleme Sonucu			
(TL)	% Pay	Toplam Değer	% Değeri
İNA Analizine Göre Şirket Değeri	70%	121.714.184	85.199.929
Çarpan Analizine Göre Şirket Değeri	30%	177.630.265	53.289.080
Ortalama	100%		138.489.008
Ödenmiş Sermaye			20.010.000
Pay Başı Değer			6,92
Halka Arz iskontosu			30%
Halka Arz Fiyatı			4,87

Muhafazakar parametrelerle yapılan ve yeni tip koronavirüsün (Covid-19) etkilerinin yansıtıldığı değerlendirme üzerinden gerçekleştirilen %30’luk iskontonun makul olduğu düşünülmektedir. İhtiyatlılık ilkesi gereği, indirgenmiş nakit akışı analizi %70, çarpan analizi %30 oranında ağırlıklandırılmıştır.

3. HALKA ARZ SONUÇLARI

BMS Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret A.Ş. paylarının 31 Mayıs-1 Haziran 2021 tarihleri arasında “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” ile Borsa İstanbul Birincil Piyasa’da Invest-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Invest-AZ Yatırım) aracılığıyla gerçekleşmiştir.

Çıkarılmış sermayesinin 20.010.000 TL’den 32.210.000 TL’ye artırılması nedeniyle halka arza konu edilen 12.200.000 TL nominal değerli ve ortak satışı nedeniyle halka arza konu edilen 3.300.000 TL nominal değerli paylara ilişkin talep toplama sonucunda halka arz büyüklüğünün 1,8 katına denk gelen filtre edilmemiş 27.512.344 TL nominal değerli talep gelmiştir. Bu kapsamda, şirketin sermayesi 20.010.000 TL’den 32.210.000 TL’ye çıkarken, 3.300.000 TL nominal değerli ortak satışı yapılmıştır. Halka arz büyüklüğü 75.485.000 TL olarak gerçekleşirken halka açıklık oranı ise %48,12 olmuştur.

Halka arza 27.002 yurt içi bireysel yatırımcı, 19 yurt içi kurumsal yatırımcı, 37 yurt dışı bireysel yatırımcı, 1 yurt dışı kurumsal yatırımcı talep gösterdi. Buna göre payların dağılımı ise şu şekilde gerçekleşti:

Yatırımcı Grubu	Dağıtılan Nominal Tutar (TL)	Toplam Dağıtılan Nominal Tutar Oranı (%)	Talebi Karşılanan Başvuru Sayısı
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	15.275.528	98,55	27.002
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	191.169	1,23	19
Yabancı Bireysel Yatırımcılar	23.303	0,15	37
Yabancı Kurumsal Yatırımcılar	10.000	0,07	1
Toplam	15.500.000 TL	100	27.059

Şirket üçüncü hesap döneminde sermayesinin 20,010,000 TL’den 36,085,000 TL’ye çıkarılması nedeniyle artırılan 16,075,000 TL nominal değerli 16,075,000 adet pay ve mevcut ortaklarından Ahmet Rauf Mollaoğlu, Ali Zontur ve Mustafa Zontur’un sahip olduğu 3,000,000 TL nominal değerli 3,000,000 adet pay olmak üzere toplam 19,075,000 TL nominal değerli 19,075,000 adet pay, halka arz edilmiştir. Söz konusu sermaye artışı 30 Temmuz 2021 tarihinde tescil edilmiştir. Bu arz ile beraber Şirketin sermayesi 36.085.000’a yükselmiş, halka açıklık oranı ise 53,693’e ulaşmıştır.

4. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL PERFORMANS

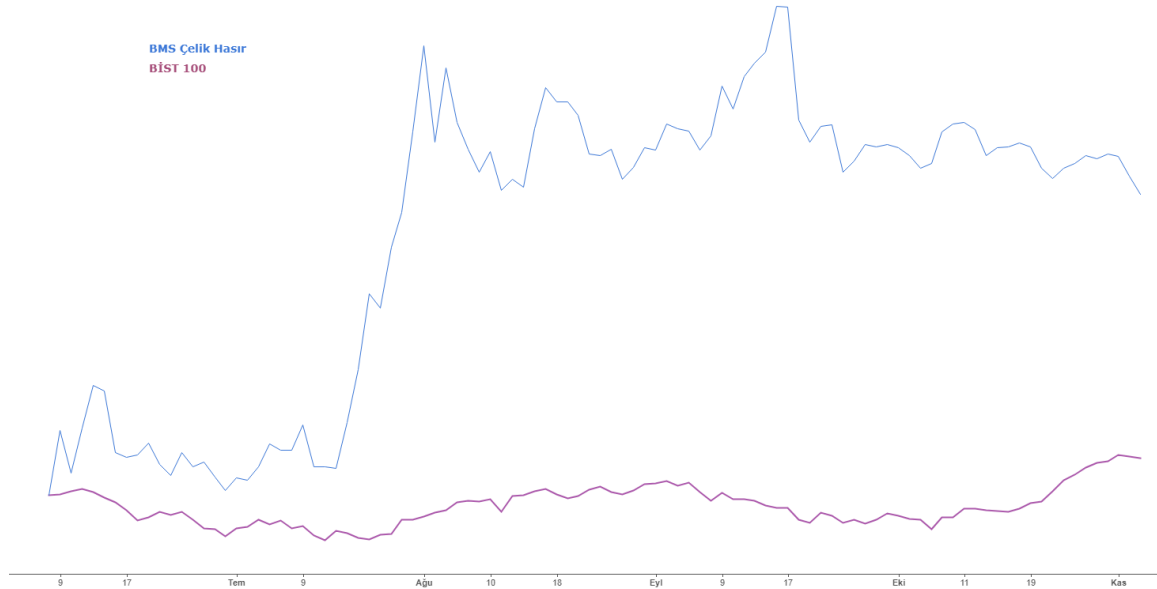
Payların halka arzından sonra BMS Çelik Hasır son olarak 2021 yılı 3, 6 ve 9 aylık dönemlerine ait finansal verilerini KAP’ta yayınlamıştır. Söz konusu finansal verileri içeren özet tablolara aşağıda yer verilmiştir.

Finansal Kalemler (TL)	31.03.2021	30.06.2021	30.09.2021
Net Satışlar	61,765,576	137,004,111	259,139,693
Brüt Kar	5,318,375	11,777,237	15,189,520

FAVÖK	2,788,336	3,621,382	5,970,164
FAVÖK Marjı (%)	4.51%	2.64%	2.30%
Faaliyet Karı	1,254,139	4,467,261	3,986,664
Faaliyet Kar Marjı (%)	2%	3%	1,5%
Net Kar	5,148	4,370,805	5,825,147
Net Kar Marjı (%)	0.01%	3.19%	2.25%
Özkaynak	60,829,208	144,537,961	145,932,653

5. BMS ÇELİK HASIR HALKA ARZ SONRASI FİYAT HAREKETLERİ

BMS Çelik Hasır payları, 08.06.2021 tarihinde BMSCH kodu ile pay başına 4,87 TL fiyatla işlem görmeye başlamıştır. Payları 4,87 TL'den halka arz edilmiş olan Şirket'in 02.11.2021 tarihi itibarıyla pay başı kapanış fiyatı 7,98 TL'dir. BMS Çelik Hasır payları halka arz fiyatına kıyasla %64 oranında değer kazanmıştır. BMS Çelik Hasır payları işlem gördüğü tarihten bu yana; BIST 100 Endeksi %6,12 oranında değer kazanmıştır. Sonuç olarak BMS Çelik Hasır hisseleri halka arz olduğu tarihten bugüne dek BIST-100 endeksinin üzerinde bir performans kaydetmiştir.



6. SONUÇ

Çelik Hasır payları Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten bugüne kadar %63.86 oranında getiri sağlamıştır. Özetle Çelik Hasır paylarının, halka arz olduğu tarihten bugüne BIST-100 endeksinin üzerinde bir performans sergileyerek yatırımcısını memnun ettiği görülmektedir.

Veriler	Halka Arz	17/8/2021	2/11/2021
BMS Çelik Hasır	4.87	8.71	7.98
BMS Çelik Hasır (Getiri)	M.D.	78.00%	63.86%
BIST 100 (Kapanış)	1447.59	1461.69	1536.32
BIST 100 (Getiri)	M.D.	0.97%	6.12%
Relatif Getiri	M.D.	77.03%	57.74%