



MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU  
YÜKSELEN ÇELİK A.Ş.

Rapor Tarihi: 04 / Kasım / 2019

**Yükselen Çelik Anonim Şirketi**  
**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu**

**Bu rapor, Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) tarafından Yükselen Çelik A.Ş. (Yükselen Çelik, Şirket, İhraççı) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.**

**Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.**

## **I - ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER**

### **A. Faaliyet Konusu**

Yükselen Çelik 1989 yılında kurulmuştur. Şirketin kurucusu Yüksel Göktürk, demir çelik sektöründe çalışmaya 1968 yılında yarı zamanlı olarak ve daha sonra 1973 yılında tam zamanlı olarak Göktürkler Kollektif Şirketi bünyesinde başlamıştır. 1976 yılında şahıs şirketi olan Yüksel Ticaret-Yüksel Göktürk isimli şirketi kurmuş ve daha sonra 1989 yılında Yükselen Çelik Ticaret Limited devreye alınmıştır. 2013 yılında Şirket Yükselen Çelik A.Ş. unvanını almıştır. Şirketin esas faaliyet konusu makine, otomotiv, kalıp, savunma, demir çelik, gemi, savunma sanayi ve demiryolu endüstrileri başta olmak üzere imalat sanayilerinde kullanılmak üzere karbon imalat, yapı, alaşımlı ve alaşımsız takım, paslanmaz, vasıflı ve vasıfsız her türlü demir çelik ürünlerinin ithalatını, ihracatını, mekanik işlemlerini, yurtiçi alım ve satımını yapmak ve çelik servis merkezi hizmeti vermektir. Şirketin merkez adresi; Osmangazi Mahallesi 2647.Sokak No: 34/1 Kıraç/Esenyurt/İSTANBUL’dur. 30.06.2019 tarihi itibariyle Şirket bünyesinde çalışan personel sayısı 36 kişidir.

**MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**YÜKSELEN ÇELİK A.Ş.**

### B. Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Yüksel Göktürk	A	8.845.000	29,0	8.845.000	20,4
	B	5.490.000	18,0	5.490.000	12,7
Barış Göktürk	A	7.320.000	24,0	7.320.000	16,9
	B	1.830.000	6,0	1.830.000	4,2
Burak Göktürk	A	305.000	1,0	305.000	0,7
	B	5.795.000	19,0	5.795.000	13,4
Ferhan Göktürk	A	305.000	1,0	305.000	0,7
	B	610.000	2,0	610.000	1,4
Halka Açık	B	-	-	12.810.000	29,6
<b>TOPLAM</b>		<b>30.500.000</b>	<b>100,00</b>	<b>43.310.000</b>	<b>100,00</b>

Şirketin mevcut sermayesini temsil eden paylar A ve B grubu olarak ayrılmış olup, A grubu paylar imtiyazlıdır. İmtiyazlı A grubu payların Genel Kurul toplantılarında oy hakkı imtiyazı, tasfiye kararı alınmasında ve tasfiye memurlarının seçiminde imtiyazları vardır.

### C. Finansal Tablolar

Yükselen Çelik A.Ş. 31 Aralık 2016, 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018 ve 01 Ocak-30 Haziran 2019 dönemine ait finansal tablolar ve bağımsız denetçi raporlarına <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/795068> ve <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/795069> adreslerinden ulaşılabilir.

## II - DEĞERLEME YÖNTEMİ HAKKINDA

Gedik Yatırım, Yükselen Çelik’in paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; değerlendirme yöntemleri olarak “Piyasa Çarpanları Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” yöntemlerini kullanmıştır.

Şirket’ in Tuzla’ da gayrimenkulü bulunmakta olup, bu gayrimenkul üzerinde herhangi bir şekilde faaliyet yürütülmemekte ve yatırım amaçlı tutulmaktadır. 23.07.2019 tarihli bağımsız gayrimenkul değerlendirme raporuna göre, bu taşınmazın pazar değeri 27.465.000 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu gayrimenkule ait pazar değeri, değerlendirme çalışmasında hem “Piyasa Çarpanları Analizi” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” nin firma değerinden öz sermaye değerine geçiş hesaplamasında % 30’ luk iskonto ile nakit benzerleri olarak değerlendirilerek hesaplamaya dahil edilmiştir.

**MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**YÜKSELEN ÇELİK A.Ş.**

**A) Piyasa Çarpanları Analizinde;**

BIST’ te ve Yurtdışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Yurtiçi çarpan analizinde, BIST - Metal Ana Endeksi’ nde yer alan ve İhraççı ile benzer olduğuna kanaat getirilen şirketlerin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu doğrultuda hesaplamalarda 8 adet şirket kullanılmıştır. Bu şirketler; Borusan Mannesmann, Burçelik, Çelik Halat, Demisaş Döküm, Döktaş Dökümcülük, Erbosan, Sarkuysan ve Tuğçelik tir. Bu şirketlerin seçiminde katma değerli ürün üretme kapasitesi ve ürünlerin satış pazarlarında çeşitlilik dikkate alınmıştır.

Yurtdışı çarpan analizinde, Bloomberg terminali vasıtasıyla benzer şirket seçiminde bulunulmuştur. Yurtdışı benzer şirketlerin birçoğu çelik üreticisi olup, Yükselen Çelik’ in ana sektörünün çelik sanayi olması nedeniyle çalışmaya dahil edilmiştir.

Yurtiçi çarpanları için son 12 aylık FAVÖK verileri baz alınmış, Yurtdışı çarpanları için ise son 12 aylık FAVÖK verileri yanı sıra 2019 yılı FAVÖK beklentileri de hesaplamaya dahil edilmiştir. Yurtdışı çarpan yöntemine göre hesaplanan özsermaye değerinde bu iki dönem eşit ağırlıklandırılarak yurtdışı özsermaye değerine ulaşılmıştır. Nihayetinde, yurtiçi ve yurtdışı özsermaye değerleri eşit ağırlıklandırılmış ve 213.594.465 TL’lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Buna göre Çarpan analizi ile aşağıdaki tablodaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Çarpan Analizi (TL)	Yurtdışı Son 12 Ay	Yurtdışı 2019	Yurtiçi Son 12 Ay
Benzer Şirket Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı	6,74	6,62	6,75
<b>Yükselen Çelik</b>			
FAVÖK	35.199.662	36.392.129	35.199.662
Firma Değeri	237.142.206	240.792.342	237.690.297
Net Borç Pozisyonu	43.959.820	43.959.820	43.959.820
Özsermaye Değeri	193.182.385	196.832.522	193.730.477
Gayrimenkul Değeri (%30 iskontolu)	19.225.500	19.225.500	19.225.500
Gayrimenkul Dahil Değer	212.437.886	216.058.022	212.955.977
Yurtdışı Ortalama	214.232.954	50 %	
Yurtiçi Ortalama	212.955.977	50 %	
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>213.594.465</b>	<b>100%</b>	

**MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**YÜKSELEN ÇELİK A.Ş.**

---

**B) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde;**

- 10 yıllık projeksiyon dönemi kullanılmıştır.
- Satışlardaki miktarsal büyümeler, Şirket yönetiminin öngörülerini doğrultusunda belirlenmiştir. Ürünlerin TL birim fiyatları ise Gedik Yatırım’ ın yıllık enflasyon tahminleri doğrultusunda arttırılmıştır.
- Net İşletme Sermayesi tahmin edilirken Şirket’in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranı için % 16 faiz oranı kullanılmıştır.
- Şirketin borçlanma maliyeti olarak 10 yıllık projeksiyon dönemi için % 20 kullanılmıştır.
- Hisse senedi pazarı risk primi % 5,5 olarak değerlendirilmiştir.
- Terminal büyüme % 6 olarak kabul edilmiştir.
- Beta değeri 1 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Halka arzdan sonra 20 milyon TL’ lik bir yatırım öngörülmüştür. Bakım onarım yatırımları olarak da her yıl 1 milyon TL öngörülmüş olup, bu tutar enflasyon nispetinde artırılmıştır.

Buna göre neticede İNA Analizi ile 248.101.082 TL’lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Sonuç olarak Çarpan Analizi ve İNA Analizi’ nin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılarak, Şirket için halka arz iskontosu öncesinde 230.847.774 TL’ lik özsermaye değerine ulaşılmıştır. % 28,7 oranında uygulanan halka arz iskontosu sonrasında Şirket özsermaye değeri 164.700.000 TL ve Pay başına değer 5,40 TL olarak hesaplanmıştır.

**C- Değerleme Yöntemi Üzerine Görüşümüz;**

**Piyasa Çarpanları Analizi:**

- Analizde sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Başka genel kabul görmüş çarpanlar da kullanılarak farklı yöntemlerin verdiği sonuçlar analiz edilebilir ve değerlemenin sağlamlığı arttırılabilirdi.
- Şirket, halka arzı sonrasında BİST-Ana Pazar’ da işlem görecektir. Bu nedenle yurtiçi çarpan analizinde BİST-Ana Pazar çarpanlarının da kullanılmasının doğru olacağı görüşündeyiz.
- Yurtiçi ve yurtdışı çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.

**MARBAŞ MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**YÜKSELEN ÇELİK A.Ş.**

---

**İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:**

- Projeksiyon dönemi uzadıkça varsayımlardan sapma ihtimali artabilir. Bu nedenle değerlendirme çalışmasında 10 yıllık projeksiyon dönemi yerine 5 yıllık dönem kullanılıyorsa daha doğru olurdu görüşünderiz.
- Net İşletme Sermayesi tahmin edilirken Şirket’in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin incelenmesini ve baz alınan rakamları makul buluyoruz.
- Risksiz getiri oranı için kullanılan %16’lık faiz oranını makul buluyoruz.
- % 5,5 oranındaki hisse senedi pazarı risk primini makul buluyoruz.
- % 6 olarak kullanılan terminal büyüme oranının ise daha düşük tutulabileceği görüşünderiz.
- Şirket için projeksiyon döneminde öngörülen ciro rakamlarını, enflasyon beklentilerini de göz önüne aldığımızda makul buluyoruz.
- Projeksiyon döneminde öngörülen brüt ve faaliyet kar marjlarını makul buluyoruz.
- Hesaplama da “1” olarak kullanılan Beta değerini makul buluyoruz.

**III- SONUÇ**

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Yükselen Çelik’ in halka arz öncesi piyasa değeri 230.847.774 TL olarak hesaplanmış, % 28,7 oranında uygulanan halka arz iskontosu sonrasında ise Şirket değeri 164.700.000 TL ve Pay başına değer 5,40 TL olarak bulunmuştur. Uygulanan iskonto oranının ve iskonto sonrası hesaplanan Şirket değerinin makul olduğu görüşünderiz.

---

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.*

---

**GENEL MERKEZ**

Aytar Cad. Metro İş Merkezi No:10 Kat:1 Levent, Beşiktaş-İstanbul

Tel:+90 212 286 30 00 Faks: +90 212 286 30 50

Web: [www.marbasmenkul.com.tr](http://www.marbasmenkul.com.tr) E-Mail: [iletisim@marbasmenkul.com.tr](mailto:iletisim@marbasmenkul.com.tr)