

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

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

Yükselen Çelik A.Ş. Hakkında

“Vasıflı Çelik Sektörü” demir çelik sektörünün alt sektörlerinden biridir. Diğer demir çelik ürünlerine nazaran katma değeri daha yüksek ve karlılığı daha fazla olan ürün gruplarından oluşur. Fazla bilinmeyen, yeni oyuncuların bulunmadığı ve uzun yıllardır aynı şirketlerin devam ettiği butik ve niş bir sektördür. 1950'lerin sonu ve 1960'ların başında İstanbul Perşembe Pazarı'nda kurulan Vasıflı Çelik sektörüne Göktürk Ailesi 1954 yılında dahil olmuştur. Halen aynı sektörde Yükselen Çelik adıyla 1989 yılında Yönetim Kurulu Başkanı Yüksel Göktürk tarafından kurulan şirketle faaliyetine devam etmektedir.

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				12.810.000	29,6%
Toplam		30.500.000	100,0%	43.310.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ana Faaliyet Alanları

Yükselen Çelik, vasıflı çelik ana başlığı altında Soğuk İş Takım Çeliği, Sıcak İş Takım Çeliği, Plastik Kalıp Çeliği, diğer Takım Çelikleri, Alaşımli Çelik, Islah Çeliği, Sementasyon Çeliği, Karbon Çeliği ve benzeri diğer vasıflı çelik gruplarında faaliyet gösterir.

Şirket 1989 yılında vasıflı çelik uzun mamul sektöründe DIN şartnamelerine uygun olarak tedarik etmeye başladığı vasıflı çeliklerin, zaman içerisinde müşteriden gelen talepler doğrultusunda modifikasyonuna giderek kendine özel ürün isimleri ve şartnameleri geliştirmiştir. Doksanlı yılların sonunda Alman mühendisler ile birlikte geliştirilmiş olan vasıflı çelik şartnameleri sürekli olarak yıllık bazda müşteri ihtiyaçları doğrultusunda revize edilmiştir. Şirketin elinde Türkiye hudutlarında faaliyet gösteren yüzlerce şirketin talep ve ihtiyaçları doğrultusunda geliştirilmiş olan 42 adet vasıflı çelik şartnamesi bulunmaktadır.

Ürün Portföyü

Yükselen Çelik'in ticaretini yaptığı ürünler üç ana başlıkta ve katma değeri artan sırayla, karbon çelikleri, alaşımli çelikler ve takım çelikleri olarak gruplandırılır. Şirket bu üç ana başlık altında, DIN normuna göre “standart ürünler”in, Şirket'e ait şartnameli ve/veya patentli “tasarım ürünler”in ve distribütörlüğünü verdiği firmaların ürünlerinin satışını yapmaktadır.

Şirket, bu ürünlerin direkt ticaretini yapabildiği gibi, çelik servis merkezi hizmeti (dik kesim, yatay kesim, dilme, şekil verme, ebatlandırma, delme, içini çıkarma, yüzey işleme, mekanik işleme ve benzeri işlemler) vererek de işlenmiş ürünlerin satışını yapmaktadır.

Satış Kanalları

Şirket 2018 yılsonu itibarıyla ürünlerini 19 farklı sektörde 716 aktif müşteriye satmaktadır. Ağırlıklı olarak satışlar doğrudan müşterilere yapılmakta olup, lokasyon ve sipariş miktarına göre bayiler üzerinden de satış yapılmaktadır.

Şirketin Ankara, Kocaeli, İzmir, Bursa, Eskişehir, Konya, Tekirdağ, Kayseri ve Samsun illerinde bulunan anlaşmalı bayi sayısı 9'dur.

İlk 10 ve İlk 20 Müşterinin Dağılımı (31.12.2018 itibarıyla)

- İlk 10 Müşteri toplam satış cirosunun %30'unu oluşturmaktadır.
- İlk 20 Müşteri toplam satış cirosunun %43'ünü oluşturmaktadır.

Değerlemede Yöntemleri

Yükselen Çelik'in sermaye artırımını yolu ile halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Çarpan Analizi
2. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, BIST Metal Ana Endeksi'nde (XMANA) ve uluslararası piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan Analizinde Baz Şirketlerin Seçimi

Yurtiçi şirketler çarpan hesaplamaları 8 adet XMANA şirketi ile yapılmıştır. Hesaplamalara dahil edilen şirketler Borusan Mannesmann, Burçelik, Çelik Halat, Demisaş Döküm, Döktaş Dökümcülük, Erbosan, Sarkuysan ve Tuğçelik olmuştur.

XMANA şirketlerinin seçiminde katma değerli ürün üretme kapasitesi ve ürünlerin satış pazarlarında çeşitlilik dikkate alınmıştır ve bu kriterlere uymayan emtia tarzı ürün üreten, anlamlı veri elde edilemeyen ve belirli bir sektöre yüksek bağımlılığı olan bazı XMANA şirketleri analiz dışında bırakılmıştır.

Yurtiçi çarpanlarda kullanılan benzer şirketler çarpanları için son 12 aylık dönem baz alınmıştır.

Şirket Adı	Şirket Adı	milyon TL		
		Firma Değeri	FAVÖK (Son 12 Ay)	FD/FAVÖK
BRSAN	Borusan Mannesmann	3.065	578	5,30
BURCE	Burçelik	67	7	9,19
CELHA	Çelik Halat	135	33	4,07
DMSAS	Demisaş Döküm	192	61	3,15
DOKTA	Döktaş Dökümcülük	2.765	214	12,94
ERBOS	Erbosan	291	80,0	3,64
SARKY	Sarkuysan	1.555	221	7,03
TUCLK	Tuğçelik	145	22	6,71
Ortalama		1.027	152	6,75

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı çarpan analizinde, Yükselen Çelik'in içinde bulunduğu sektör dikkate alınarak 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. Yükselen Çelik ile ürün anlamında en yakın ilişkilendirilebilecek iki şirket, Schmolz+Birkenbach AQ ve Bharat Forge Ltd'dir.

Ülke	Şirket Adı	KOD	milyon TL					
			Firma Değeri	FAVÖK		FD/FAVÖK		
				Son 12 Ay	2019T	Son 12 Ay	2019T	
Avusturya	Voestalpine AG	VOE AV	8.145	1.438	1.490	5,66	5,47	
ABD	Allegheny Technologies, Inc	ATI US	3.617	508	474	7,11	7,64	
Çin	Day Special Steel Co.	000708 CH	5.480	802	877	6,83	6,25	
Çin	Baoshan Iron & Steel Co., Ltd	600019 CH	208.839	-	46.034	-	4,54	
İsveç	Sandvik AB	SAND SS	190.600	22.969	23.780	8,3	8,02	
İsviçre	Schmolz + Bickenbach AG	STLN SW	985	133	158	7,39	6,22	
Hindistan	Bharat Forge Ltd	BHFC IN	228.500	20.556	21.065	11,12	10,85	
Hindistan	Jindal Saw Ltd	JSAW IN	68.980	14.751	-	4,68	-	
Hindistan	Ramkrishna Forgings	RMKF IN	22.392	3.827	-	5,85	-	
Hindistan	MM Forgings	MMFG IN	13.444	1.798	-	7,48	-	
Hindistan	Welspun Corp Ltd	WLCO IN	33.536	6.879	7.130	4,87	4,7	
Meksika	Nemak Sab DE CV	NEMAKA MM	50.883	12.986	12.260	3,92	4,15	
Hindistan	Jindal Stainless Ltd	JDSL IN	57.030	12.555	13.073	4,54	4,36	
İspanya	Tubacex SA	TUB SM	670	68	63	9,83	10,59	
Ortalama							6,74	6,62

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

	TL		
	Yurtdışı Son 12 Ay	Yurtdışı 2019	Yurtiçi Son 12 Ay
Benzer Şirketler Ortalama FD/FAVÖK Çarpanı (x)	6,74	6,62	6,75
Yükselen Çelik			
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	193.182.386	196.832.522	193.730.477
Gayrimenkul Değeri (%30 iskonto ile)	19.225.500	19.225.500	19.225.500
Gayrimenkul Dahil Değer	212.407.886	216.058.022	212.955.977
Yurtdışı Ortalama	214.232.954	50%	
Yurtiçi Ortalama	212.955.977	50%	
Özsermaye Değeri	213.594.465	100%	
Pay Başına Özsermaye Değeri	7,00		

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tahmini İndirgenmiş Nakit Akımları

Terminal büyüme oranı, enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2028 sonrasındaki dönem için %6,0 olarak kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	161.856.036	216.426.826	282.732.554	360.445.223	449.328.845	543.456.874	623.016.257	692.866.014	759.990.070	805.943.693
Satışlardaki Büyüme (%)	30,79%	33,7%	30,6%	27,5%	24,7%	20,9%	14,6%	11,2%	9,7%	6,0%
Satışların Maliyeti	117.188.753	156.948.048	205.453.406	262.449.538	317.658.210	397.555.134	456.649.405	508.359.763	558.036.113	592.128.880
Satışlara Oranı (%)	72,4%	72,5%	72,7%	72,8%	72,9%	73,2%	73,3%	73,4%	73,4%	73,5%
Brüt Kar	44.667.282	59.478.778	77.279.147	97.995.695	121.670.635	145.901.740	166.366.852	184.506.250	201.953.957	213.814.813
Brüt Kar Marjı	27,6%	27,5%	27,3%	27,2%	27,1%	26,8%	26,7%	26,6%	26,6%	26,5%
Faaliyet Giderleri	9.309.295	12.523.661	16.399.874	20.919.438	26.069.039	31.514.424	36.138.141	40.214.237	44.136.605	46.864.965
Satışlara Oranı (%)	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Faaliyet Karı	35.357.231	46.955.117	60.879.273	77.076.257	95.601.595	114.387.316	130.228.711	144.292.013	157.817.352	166.949.848
Satışlara Oranı (%)	21,8%	21,7%	21,5%	21,4%	21,3%	21,0%	20,9%	20,8%	20,8%	20,7%
Vergi Oranı	22%	22%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	27.579.231	36.624.991	48.703.418	61.661.006	76.481.276	91.509.853	104.182.969	115.433.610	126.253.882	133.559.879
+ Amortisman	1.034.141	2.480.727	2.527.313	2.581.339	2.643.547	2.714.363	2.794.496	2.884.644	2.985.560	3.098.051
- Yatırım Harcaması	5.000.000	15.000.000	1.000.000	1.075.000	1.155.625	1.242.297	1.335.469	1.435.629	1.543.302	1.659.049
- İşletme Sermayesindeki Değişim	21.576.624	35.987.351	43.780.020	51.351.907	58.738.939	62.435.803	52.776.610	46.288.373	44.477.654	30.472.810
= Serbest Nakit Akımı	1.018.374	-11.881.633	6.450.712	11.815.497	19.230.259	30.546.116	52.865.385	70.594.252	83.218.487	104.526.071
Uç Değer										878.306.741
AOSM	9,38%	18,61%	18,61%	18,61%	18,61%	18,61%	18,61%	18,61%	18,61%	18,61%
Bugünkü Değer	931.008	-9.157.632	4.191.557	6.472.626	8.881.255	11.893.396	17.353.297	19.536.225	19.415.645	193.318.026
İNA Özeti										
Firma Değeri	272.835.402									
- Finansal Borç	44.125.150									
+ Nakit	165.330									
+ Gayrimenkul Değeri (%30 iskonto)	19.225.500									
Özsermaye Değeri	248.101.082									
Pay Başına Özsermaye Değeri	8,13									

Sonuç

İndirgenmiş nakit akımları ve çarpan değeri yöntemleri eşit ağırlıklandırılarak, %28,7 halka arz iskontosu sonrasında, halka arz birim pay değeri olan 5,40 TL'ye ulaşılmıştır.

DEĞERLEME SONUCU			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Başına Değer
İNA	50%	248.101.082	8,13
Çarpanlar	50%	213.594.465	7,00
Pay Başına Özsermaye Değeri		230.847.774	7,57

Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)	
Halka Arz Öncesi Sermaye Değeri	230.847.774
Halka Arz İskontosu	28,65%
Halka Arz İskontolu Sermaye Değeri	164.700.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.500.000
Halka Arz Pay Başına Değer	5,40
Sermaye Artırım Oranı	42,00%
Halka Arz Büyüklüğü	69.174.000
Halka Arz Sonrası Sermaye Değeri	233.874.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	43.310.000
Halka Açıklık Oranı	29,58%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve sektöre ilişkin verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğu görüşünderiz.
- Değerleme tarafında kullanılan çarpan analizinde hem yurt içi hem de yurt içi benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz. İNA analizinde kullanılan varsayımların makul olduğu görüşünderiz. Halka arz fiyatına ulaşılmasında hem çarpan hem de İNA analizi sonucunda ulaşılan fiyatların eşit ağırlıklandırılmasının uygun olduğu görüşünderiz.
- Halka arz fiyatı için %29,58 halka arz iskontosu ardından ulaşılan 5,40 TL hisse başı fiyatı makul karşılamaktayız.

Karşılaştırmalı Bilanço

VARLIKLAR	31 Aralık 2016	31 Aralık 2017	31 Aralık 2018	30 Haziran 2019
Dönen Varlıklar	58.014.893	103.733.548	101.669.225	106.903.548
Nakit ve Benzerleri	236.990	263.912	684.289	165.330
Ticari Alacaklar	31.199.809	58.022.495	40.446.438	50.553.399
Diğer Alacaklar	447.554	4.831	10.385	114.465
Peşin Ödenmiş Giderler	1.610.026	9.500.805	752.021	4.530.908
Stoklar	24.509.109	35.429.704	59.746.842	51.506.446
Diğer Dönen Varlıklar	11.405	511.801	29.250	33.000
Duran Varlıklar	22.936.113	22.576.001	28.108.514	31.987.959
Diğer Alacaklar	13.981	13.981	13.981	13.981
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	19.000.000	20.500.000	26.490.000	27.465.000
Maddi Duran Varlıklar	1.798.547	2.018.126	1.565.626	1.402.971
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	41.172	43.894	38.907	65.700
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	1.988
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.082.413	-	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	80.951.006	126.309.549	129.777.739	138.891.507
KAYNAKLAR	31 Aralık 2016	31 Aralık 2017	31 Aralık 2018	30 Haziran 2019
Kısa Vadeli Yükümlülükler	46.494.211	84.899.064	48.975.609	50.905.960
Kısa Vadeli Borçlanmalar	22.454.627	38.348.800	10.456.877	18.585.350
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.982.432	10.704.215	17.668.700	13.953.185
Ticari Borçlar	10.069.323	33.751.787	15.234.501	15.657.342
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	90.015	147.098	360.589	326.117
Diğer Borçlar	407.504	1.589.649	4.090.378	1.159.531
Ertelenmiş Gelirler	6.490.310	281.961	463.534	277.967
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	11.189	701.030	862.329
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	64.365	-	84.139
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.905.452	4.609.628	20.275.488	17.011.670
Uzun Vadeli Borçlanmalar	6.222.348	3.782.702	15.706.042	11.586.615
Diğer Borçlar	416.842	198.646	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	266.262	296.534	335.489	372.004
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	331.746	4.233.957	5.053.051
ÖZKAYNAKLAR	27.551.343	36.800.857	60.526.642	70.973.877
Ana Ortağa Ait Özkaynaklar	27.551.343	36.800.857	60.526.642	70.973.877
Ödenmiş Sermaye	30.500.000	30.500.000	30.500.000	30.500.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir Veya Giderler	1.111.702	1.062.480	1.050.606	1.045.428
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	282.651	284.429	335.120	687.173
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	-696.298	-4.544.788	4.456.558	28.288.863
Net Dönem Karı/Zararı (-)	-3.646.712	9.498.736	24.184.358	10.452.413
TOPLAM KAYNAKLAR	80.951.006	126.309.549	129.777.739	138.891.507

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Gelir Tablosu

KAR VE ZARAR TABLOSU	31 Aralık 2016	31 Aralık 2017	31 Aralık 2018	30 Haziran 2018	30 Haziran 2019
Hasılat	52.604.478	98.081.806	123.748.089	70.102.805	74.906.549
Satışların Maliyeti (-)	-43.494.796	-77.044.951	-84.315.180	-52.882.376	-55.470.684
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	9.109.682	21.036.855	39.432.909	17.220.429	19.435.865
Genel Yönetim Giderleri	-3.266.553	-2.731.420	-2.943.049	-1.525.364	-1.845.315
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-2.199.105	-2.763.778	-4.036.315	-2.013.272	-1.921.247
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.623.980	8.356.464	17.468.755	9.880.037	7.243.234
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-5.782.828	-6.054.948	-8.993.688	-6.282.287	-4.500.020
Esas Faaliyet Karı/Zararı (-)	1.485.176	17.843.173	40.928.612	17.279.543	18.412.517
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	274.253	1.800.589	6.591.276	44.847	983.910
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-251.123	-531.579	-	-
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	1.759.429	19.392.639	46.988.309	17.324.390	19.396.427
Finansman Gelirleri	18.056	55.013	412.933	372.313	83.518
Finansman Giderleri (-)	-6.136.695	-7.344.059	-17.156.900	-7.739.667	-6.244.653
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	-4.359.210	12.103.593	30.244.342	9.957.036	13.235.292
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri (-)	712.498	-2.604.857	-6.059.984	-2.239.605	-2.782.879
- Dönem Vergi Gelir/Gideri (-)	-84.067	-225.453	-2.127.980	-939.266	-1.962.325
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri (-)	796.565	-2.379.404	-3.932.004	-1.300.339	-820.554
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	-3.646.712	9.498.736	24.184.358	7.717.431	10.452.413
Dönem Karı/Zararı	-3.646.712	9.498.736	24.184.358	7.717.431	10.452.413
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	-3.646.712	9.498.736	24.184.358	7.717.431	10.452.413
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)	-0,12	0,31	0,79	0,25	0,34

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.