

KOCAER ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

21 Haziran 2022



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	4
3	Finansal Durum	5
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	9
4.1	Pazar Yaklaşımı	9
4.1.1	Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi	10
4.1.2	BİST'te İşlem Gören Benzer Şirketler Çarpan Analizi	11
4.2	Gelir Yaklaşımı	12
5	Görüş	14
5.1	Pazar Yaklaşımı	14
5.2	Gelir Yaklaşımı	14
5.3	Sonuç	14

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("QNB Finans Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlar olduğu Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kocaer", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında QNB Finans Yatırım'ın hazırladığı 18 Mayıs 2022 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	Halka Arza İlişkin Bilgiler
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Oransal
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	212.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%20,02 (Ek Satış dahil %24,02)
Halka Arz Metodu	%54 Ortak Satışı %46 Sermaye Artışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Sermaye Artırımı: 25.250.000 TL Ortak Satışı: 21.500.000 TL Toplam: 46.750.000 TL
Ek Satış	9.350.000 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 180 gün
Tahsisat Grupları	%60 Yurt içi Bireysel Yatırımcılar %35 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %5 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat İstikrarı	30 gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.285.625.000 TL
Talep Toplama	22-23-24 Haziran
Halka Arz Fiyatı	27,50 TL
BIST İşlem Kodu	KCAER
Mali Tablo Denetçisi	Gürel Yeminli Mali Müşavirlik Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. (Baker Tilly Türkiye)

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Grubu	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Hakan Kocaer	A	42.400.000	20,00	42.400.000	18,16	42.400.000	18,16
Hakan Kocaer	C	127.200.000	60,00	101.950.000	43,66	92.600.000	39,66
Ali Rıza Kocaer	B	42.400.000	20,00	42.400.000	18,16	42.400.000	18,16
Halka Açık Kısım		-	-	46.750.000	20,02	56.100.000	24,02
TOPLAM		212.000.000	100,00	233.500.000	100,00	233.500.000	100,00

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Demir-çelik sektörünün, çelik profil segmentinde üretim faaliyetlerini gösteren Şirket, enerji nakil hattı, güneş enerjisi alt yapısı, yapısal çelik, ulaşım, madencilik, tünel, gemi inşa, tarım, makine imalat, savunma sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren müşterilerine yüksek mukavemetli, özel kalitelere, farklı ebatlarda, özel boy ve kesitlerde çelik profillerin üretimlerini yapmaktadır. Bu ürünlerin satışlarını ihracat, yurt dışı ve yurt içi dağıtım kanalları vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Şirket demir-çelik sektörünün çelik profil segmentinde faaliyet göstermektedir. Şirket yaklaşık 800.000 ton/yıl üretim kapasitesi ile, İzahname tarihi itibarıyla ülkenin çelik profil üretiminde yüksek kapasiteye sahip üretici firmaların arasında ve 6 kıtada yaklaşık 140 ülkeye gerçekleştirdiği ihracat ile benzer ürün grubuna sahip şirketler arasında Ege Demir ve Demirdışı Metaller

İhracatçı Birliği Raporu'na göre en yüksek tutarda ihracat yapan firma konumundadır. Şirket, İzmir, Aliğa'da 3 adet çelik profil üretim fabrikası, 1 adet Galvaniz Fabrikası ve 1 adet Servis Merkezi ile yarı ve nihai mamul üretimlerini gerçekleştirmektedir. Ayrıca, İzmir, İstanbul ve Denizli ofislerinde müşterilerine satış ve satış sonrası operasyonel hizmetler vermektedir. Şirket, Birleşik Krallık'ta kurulu ve faaliyet gösteren bağlı ortaklığı (MyMetal LTD.) vasıtasıyla Birleşik Krallık operasyonlarını yürütmektedir.

Şirket'in bağlı ortaklığı MyMetal LTD. Birleşik Krallık'ta kurulu bir şirket olup, 2015 yılından bu yana satış, pazarlama ve dağıtım faaliyetlerini sürdürmektedir. MyMetal, Şirket ürünlerinin Birleşik Krallık pazarına sunulmasında rekabet avantajı sağlamaktadır.

Şirket'in satışlarının yurt içi ve yurt dışı bazlı dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3: Yurt İçi ve Yurt Dışı Bazlı Satış Kırılımı

Hasılat (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Yurt İçi Satışlar	600.120.787	707.312.442	1.290.846.455	255.728.491	414.063.312
Yurt Dışı Satışlar	1.175.979.366	1.255.502.835	2.923.256.813	295.574.853	1.462.462.273
Satıştan İadeler	(650.151)	(474.784)	(2.516.362)	(138.709)	(368.686)
Satış İskontoları	(353.938)	(256.006)	(175.287)	(12.347)	(3.144)
Diğer İndirimler	(35.480)	(14.023)	-	-	-
Diğer Gelirler	6.502.825	3.920.539	4.894.925	888.143	1.686.779
TOPLAM	1.781.563.409	1.965.991.003	4.216.306.544	552.040.431	1.877.840.534

Kaynak: İzahname

Şirket'in satışların ürün gruplarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 4: Satışların Ürün Gruplarına Göre Kırılımı

Ürün Grupları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Yapısal Çelik Profiller	%56	%52	%43	%45	%41
U ve C Şekilli Çelik Profiller	%18	%17	%16	%11	%12
I ve H Şekilli Çelik Profiller	%15	%15	%14	%14	%11
Katma Değerli Profiller	%8	%12	%21	%22	%33
Diğer	%3	%4	%6	%8	%3
TOPLAM	1.776.100.153	1.962.815.277	4.214.103.268	551.303.344	1.876.525.585

Kaynak: İzahname

3 Finansal Durum

Tablo 5: Gelir Tablosu

(TL)	GELİR TABLOSU				
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Hasılat	1.781.563.409	1.965.991.003	4.216.306.544	552.040.431	1.877.840.534
Satışların Maliyeti	(1.583.589.620)	(1.651.086.780)	(3.364.737.035)	(466.229.668)	(1.422.713.934)
Brüt Kar	197.973.789	314.904.223	851.569.509	85.810.763	455.126.600
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(94.232.110)	(106.684.628)	(280.664.456)	(29.938.596)	(111.053.768)
Genel Yönetim Giderleri	(19.144.989)	(21.024.494)	(33.026.377)	(6.511.825)	(13.195.933)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	(1.806.951)	(326.713)	(471.383)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	105.523.813	253.433.012	512.111.934	149.180.455	59.144.459
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(99.623.573)	(100.020.576)	(86.266.404)	(115.764.725)	(85.055.871)
Faaliyet Karı	90.496.930	340.607.537	961.917.255	82.449.359	304.494.104

GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	8.289	5.148	53	(175)	2.697
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	43.614	29.449.731	29.688.367	128.349	22.340.000
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(324.378)	(313.354)	(887.293)	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	90.224.455	369.749.062	990.718.382	82.577.533	326.836.801
Finansman Gelirleri	55.360.575	128.610.429	23.604.999	17.936.716	36.639.871
Finansman Giderleri	(187.168.173)	(411.995.150)	(834.069.235)	(133.351.437)	(251.437.163)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	(41.583.143)	86.364.341	180.254.146	(32.837.188)	112.039.509
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	18.140.249	(4.735.184)	(44.885.893)	(296.702)	(28.727.263)
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	<i>(455.179)</i>	<i>(6.563.749)</i>	<i>(34.547.405)</i>	<i>(2.437.900)</i>	<i>(34.560.544)</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri</i>	<i>18.595.428</i>	<i>1.828.565</i>	<i>(10.338.488)</i>	<i>2.141.198</i>	<i>5.833.281</i>
Net Dönem Karı	(23.442.894)	81.629.157	135.368.253	(33.133.890)	83.312.246
Dönem Karının Dağılımı	(23.442.894)	81.629.157	135.368.253	(33.133.890)	83.312.246
Ana Ortaklık Payları	(127.651)	250.854	2.783.823	31.789	2.783.823
Kontrol Gücü Olmayan Paylar Etkisi	(23.315.243)	81.378.303	132.584.430	(33.165.679)	80.528.423
Pay Başına Kazanç					
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	(109,9776)	383,8599	625,3983	(156,44)	0,3846

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6: Bilanço

BİLANÇO					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Nakit ve nakit benzerleri	23.712.146	12.219.536	310.435.432	221.894.224	
Finansal Yatırımlar	-	-	-	428.363	
Ticari alacaklar	187.849.230	218.897.304	521.687.602	621.268.859	
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>721.319</i>	<i>2.886.319</i>	<i>631.006</i>	<i>1.488.947</i>	
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>187.127.911</i>	<i>216.010.985</i>	<i>521.056.596</i>	<i>619.779.912</i>	
Diğer Alacaklar	44.269.676	64.933.817	492.104.437	471.431.144	
<i>İlişkili olan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>16.982.527</i>	<i>23.775.925</i>	<i>55.236.021</i>	<i>75.688.377</i>	
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>27.287.149</i>	<i>41.157.892</i>	<i>436.868.416</i>	<i>395.742.767</i>	
Türev Araçlar	-	-	139.664.247	178.222.059	
Stoklar	282.275.579	269.755.415	625.708.360	934.478.162	
Peşin ödenmiş giderler	37.240.092	24.948.386	35.843.922	65.191.909	
<i>İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	<i>37.240.092</i>	<i>24.948.386</i>	<i>35.843.922</i>	<i>65.191.909</i>	
<i>İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	221.686	105.208	-	160.293	
Diğer dönen varlıklar	26.939.105	30.407.252	-	27.090.939	
Toplam Dönen Varlıklar	602.507.514	621.266.918	2.125.444.000	2.520.165.952	
Diğer Alacaklar	20.516.343	260.544	260.544	260.544	
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>516.343</i>	<i>260.544</i>	<i>260.544</i>	<i>260.544</i>	
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>20.000.000</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	
Türev Araçlar	-	46.616.508	96.456.779	75.580.273	
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	123.762	128.910	128.963	131.660	
Kullanım hakkı varlıkları	3.395.319	3.215.973	21.453.805	23.114.511	
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	31.195.000	37.440.000	59.395.000	81.735.000	
Maddi duran varlıklar	492.413.500	641.002.331	1.139.322.031	1.456.794.909	

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Maddi olmayan duran varlıklar	80.409.460	76.141.470	17.190.833	14.632.924
<i>Diğer maddi olmayan duran varlıklar</i>	<i>80.409.460</i>	<i>76.141.470</i>	<i>17.190.833</i>	<i>14.632.924</i>
Ertelenmiş vergi ağırlığı	9.362.022	11.930.390	1.198.920	869.491
Toplam Duran Varlıklar	637.415.406	816.736.126	1.335.406.875	1.653.119.312
TOPLAM VARLIKLAR	1.239.922.920	1.438.003.044	3.460.850.875	4.173.285.264
Kısa vadeli borçlanmalar	345.929.889	296.284.545	708.933.992	1.109.914.920
Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısımları	118.816.698	165.672.863	669.143.779	309.139.025
Ticari borçlar	159.601.739	170.735.362	437.769.784	406.676.321
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>562.471</i>	<i>626.829</i>	<i>648.716</i>	<i>589.590</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>159.039.268</i>	<i>170.108.533</i>	<i>437.121.068</i>	<i>406.086.731</i>
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	3.790.183	4.544.183	7.519.080	9.406.484
Diğer borçlar	2.387.324	31.217.187	47.432.228	74.796.316
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>	<i>186.913</i>	<i>6.453.120</i>	<i>12.759.815</i>	<i>4.453.738</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	<i>2.200.411</i>	<i>24.764.067</i>	<i>34.672.413</i>	<i>70.342.578</i>
Ertelenmiş gelirler	116.419.491	90.559.940	217.428.541	562.738.823
<i>İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler</i>	<i>116.419.491</i>	<i>90.559.940</i>	<i>217.428.541</i>	<i>561.907.485</i>
<i>İlişkili olan taraflardan ertelenmiş gelirler</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>831.338</i>
Dönem karı vergi yükümlülüğü	97.174	751.833	18.649.841	34.560.544
Kısa vadeli karşılıklar	6.766.914	6.454.480	8.617.341	9.127.430
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>4.815.333</i>	<i>5.065.333</i>	<i>6.367.953</i>	<i>6.367.953</i>
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar</i>	<i>1.951.581</i>	<i>1.389.147</i>	<i>2.249.388</i>	<i>2.759.477</i>
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	39.259	4.187.548	1.481.173	1.132.113
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	753.848.671	770.407.941	2.116.975.759	2.517.491.976
Uzun vadeli borçlanmalar	347.621.693	401.049.368	381.115.829	323.499.654
Uzun vadeli karşılıklar	6.776.109	7.538.867	9.382.749	10.578.457
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>6.776.109</i>	<i>7.538.867</i>	<i>9.382.749</i>	<i>10.578.457</i>
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	19.998.478	53.567.848
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	354.397.802	408.588.235	410.497.056	387.645.959
Ödenmiş Sermaye	90.000.000	90.000.000	212.000.000	212.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	264.156.682	375.850.356	551.048.719	909.203.729
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	888.371	(65.252.995)	(138.023.434)	(123.243.459)
Ortak kontrole tabi teşebbüs ve işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	(15.150.510)	(15.150.510)	(16.001.044)	(16.001.044)
Bölünmüş birimlere ilişkin işlemlerin etkisi	(155.473.085)	(155.473.085)	158.522.734	158.522.734
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	29.105.331	29.105.331	29.105.331	29.105.331
Geçmiş yıllar kar/zarar	(58.644.520)	(81.959.763)	(581.460)	10.002.969
Net dönem karı	(23.315.243)	81.378.303	132.584.430	81.541.419
Kontrol gücü olmayan paylar	109.421	509.231	4.722.784	7.015.650
Özkaynaklar	131.676.447	259.006.868	933.378.060	1.268.147.329
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	1.239.922.920	1.438.003.044	3.460.850.875	4.173.285.264

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 7: Net Finansal Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
A. Nakit	23.712.146	12.219.536	310.435.432	221.894.224
B. Nakit Benzerleri	-	-	-	-
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	-	-	-	-
D. Likidite (A+B+C)	23.712.146	12.219.536	310.435.432	221.894.224
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-	-	-	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	318.897.446	221.440.995	572.945.505	980.545.599
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısmı	118.816.698	165.672.863	669.143.779	309.139.025
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	27.032.443	74.843.550	135.988.487	129.369.321
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	464.746.587	461.957.408	1.378.077.771	1.419.053.945
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	441.034.441	449.737.872	1.067.642.339	1.197.159.721
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	267.728.794	283.520.582	272.803.084	219.825.166
L. Tahviller	-	-	-	-
M. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	79.892.899	117.528.786	108.312.745	103.674.488
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	347.621.693	401.049.368	381.115.829	323.499.654
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	788.656.134	850.787.240	1.448.758.168	1.520.659.375

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in likidite oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Likidite Oranları

Likidite Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Cari Oran	0,80	0,81	1,00	1,00
Likidite Oranı	0,42	0,81	1,00	0,63
Nakit Oran	0,03	0,02	0,15	0,09

Kaynak: İzahname

Şirket'in finansal yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 9: Finansal Yapı Oranları

Finansal Yapı Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,89	0,82	0,73	0,69
Kısa Vadeli Yükümlülükler / Aktif Toplam	0,61	0,54	0,61	0,60
Uzun Vadeli Yükümlülükler / Aktif Toplam	0,29	0,28	0,12	0,09
Özkaynaklar / Aktif Toplam	0,11	0,18	0,27	0,31
Toplam Yükümlülükler / Özkaynaklar	8,42	4,55	2,71	2,22

Kaynak: İzahname

Şirket'in karlılık oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 10: Karlılık Oranları

(TL)	2019	2020	2021	2021/3	2022/3
Net Hasılat	1.781.563.409	1.965.991.003	4.216.306.544	552.040.431	1.877.840.534
<i>Net Hasılat Büyümesi (%)</i>	-	%10,4	%114,5	-	%240,2
Brüt Kar	197.973.789	314.904.223	851.569.509	85.810.763	455.126.600
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	%11,1	%16,0	%20,2	%15,5	%24,2
Faaliyet Giderleri	(113.377.099)	(127.709.122)	(315.497.784)	(36.777.134)	(124.721.084)
<i>Satışlara Oranı (%)</i>	%6,4	%6,5	%7,5	%6,7	%6,6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler	5.900.240	153.412.436	425.845.530	33.415.730	(25.911.412)
Esas Faaliyet Karı	90.496.930	340.607.537	961.917.255	82.449.359	304.494.104
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	%5,1	%17,3	%22,8	%14,9	%16,2
FAVÖK	126.962.242	382.327.209	1.013.137.738	95.386.381	320.389.630
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	%7,1	%19,4	%24,0	%17,3	%17,1
Düzeltilmiş FAVÖK*	121.062.002	228.914.773	587.292.208	61.970.651	346.301.042
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)</i>	%6,8	%11,6	%13,9	%11,2	%18,4
Dönem Karı	(23.442.894)	81.629.157	135.368.253	(33.133.890)	83.312.246
<i>Dönem Kar Marjı (%)</i>		%4,2	%3,2	a.d.	%4,4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Şirket'in işletme sermayesi hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 11: İşletme Sermayesi Hesaplaması

İşletme Sermayesi	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Ticari Alacaklar	187.849.230	218.897.304	521.687.602	621.268.859
Stoklar	282.275.579	269.755.415	625.708.360	934.478.162
Ticari Borçlar	159.601.739	170.735.362	437.769.784	406.676.321
Net İşletme Sermayesi	310.523.070	317.917.357	709.626.178	1.149.070.700
Hasılat	1.781.563.409	1.965.991.003	4.216.306.544	5.542.106.647*
Net İşletme Sermayesi / Hasılat	%17,4	%16,2	%16,8	%20,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*01.04.2021 – 31.03.2022 arasındaki son 12 aylık dönemi kapsamaktadır.

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 18 Mayıs 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımı) ve dikkate alınmıştır.

Şirket'in değerlemesinde kullanılan temel veriler aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede QNB Finans Yatırım çarpan analizi metodunu tercih etmiştir. Bu method kapsamında benzer özellik gösteren şirketler 2 grup altında incelenmiş olup, bu gruplar BİST'te

İşlem Gören Benzer Şirketler ve Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketler'dir. Bununla birlikte pazar yaklaşımı kapsamında benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde QNB Finans Yatırım tarafından Şirket'in 2022 yılının Mart ayı sonu son 12 aylık FAVÖK değeri kullanılmıştır.

Bu doğrultuda QNB Finans Yatırım tarafından 2022/3 FAVÖK'ü yaklaşık 82 mn USD olarak hesaplanmıştır.

4.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. QNB Finans Yatırım tarafından yapılan değerlendirme kapsamında 13.05.2022 tarihli FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır.

Tablo 12: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket	Firma Değeri (mn USD)	FAVÖK (mn USD)	FD/FAVÖK
China Steel Corp	24.167	3.873	6,2x
Grupo Simec	4.054	742	5,5x
Voelstalpine	9.275	2.455	3,8x
Ternium Argentina	4.490	1.102	4,1x
Industrias CH S.A.B.	3.890	860	4,5x
Hyundai Steel	13.284	3.621	3,7x
Bekaert NV	2.777	719	3,9x
Yamato Kogyo	1.412	127	11,1x
Chung Kung Steel	1.846	202	9,1x
Feng Hsin Steel	1.331	207	6,4x
Tung Ho Steel Enterprise	1.846	286	6,4x
Yieh United Steel	1.990	245	8,1x
Swiss Steel Holding	1.614	218	7,4x
Hsing Kuang Steel	846	84	10,3x
Al Yamamah Steel Industries	511	68	7,5x
Kiswire	736	144	5,1x
Maharashtra Seamless	562	64	8,8x
Seah Besteel Holdings	1.129	287	3,9x
Ramkrishna Forgings	527	61	8,7x
Sheng Yu Steel	204	59	3,5x
Northwest Pipe	481	33	14,4x
Ramada Investimentos	205	23	8,9x
Ann Joo Resources	428	81	5,3x
Mitsubishi Steel Mfg	423	62	6,8x
Al Jazeera Steel Products	178	33	5,4x
		Medyan	6,44x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirket FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 13: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(USD)	
2022/3 FAVÖK	82.365.541
FD/FAVÖK Medyan	6,44x
Firma Değeri	530.614.441

(USD)	
Net Borç	77.164.992
Piyasa Değeri	456.449.449

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Uluslararası piyasalarda işlem gören şirket çarpanlarının esas alınması sonucu Şirket'in değeri 456.449.449 USD olarak tahmin edilmektedir.

4.1.2 BİST'te İşlem Gören Benzer Şirketler Çarpan Analizi

QNB Finans Yatırım tarafından değerlendirilmesinde kullanılan BİST Metal Ana Endeksi içerisindeki benzer şirketlerin 13.05.2022 tarihli piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. FD/FAVÖK hesaplanırken 15,0x üzeri ve 3,0x altındaki değerler uç değer kabul edilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Tablo 14: BİST'te İşlem Gören Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket	Firma Değeri (mn USD)	FAVÖK (mn USD)	FD/FAVÖK
Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	9.148	3.150	2,9x
İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.	5.710	1.660	3,4x
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	844	547	1,5x
Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.	584	102	5,7x
Borusan Mannesman Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	612	45	13,6x
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	575	163	3,5x
Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş.	422	32	13,0x
Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş.	303	16	18,4x
Çemtas Çelik Makine Sanayi ve Ticaret A.Ş.	168	56	3,0x
Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş.	174	30	5,7x
Yükselen Çelik A.Ş.	92	22	4,2x
Çemas Döküm Sanayi A.Ş.	38	3	12,4x
Panelsan Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	47	12	4,0x
Cuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	73	24	3,1x
Tugcelik Alüminyum ve Metal Mamulleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	42	7	6,2x
Demisas döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş.	43	6	6,9x
Çelik Halat ve Tel Sanayi A.Ş.	36	9	4,0x
BMS Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret A.Ş.	21	5	4,0x
Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş.	20	2	10,4x
Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12	0	82,5x
		Medyan	5,70x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Metal Ana Endeksi ve BİST Sınai Endeksi çarpanlarının eşit ağırlıklandırılarak yapılan FD/FAVÖK hesabı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 15: FD/FAVÖK Hesaplaması

İlgili Sektörler	FD/FAVÖK
BIST Metal Ana Endeksi	5,70x
BIST Sınai Endeksi	5,91x
Ortalama	5,81x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında esas alınan BİST'te işlem gören benzer şirket çarpanlarının medyan değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle hesaplanan Şirket değeri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 16: BİST 'te İşlem Gören Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(USD)	
2022/3 FAVÖK	82.365.541
FD/FAVÖK Medyan	5,81x
Firma Değeri	478.273.961
Net Borç	77.164.992
Piyasa Değeri	401.108.970

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST'te işlem gören endekslerin FD/FAVÖK çarpan değeri dikkate alındığında Şirket'in piyasa değeri 401.108.970 USD olarak tahmin edilmektedir.

4.2 Gelir Yaklaşımı

QNB Finans Yatırım tarafından yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır.

İNA değerlemesi kapsamında kullanılan AOSM hesaplamasında;

- **Risksiz Faiz Oranı:** 2022-2027 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Yöntemi'nde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti 10 yıllık ABD Doları cinsi Eurobond tahvili getirisi dikkate alınmıştır.
- **Piyasa Risk Primi:** Genel yaklaşım korunarak risk primi %6,5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- **Beta:** Şirket'in payları henüz borsada işlem görmediği için beta hesaplaması yapılamamaktadır ve pay getirisi olarak borsa getirisi kabul edilmiştir. Şirket'in getirisinin borsa getirisine paralel olacağı varsayımı altında kaldıracağı beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- **Sermaye Maliyeti:** Sermaye maliyetinin hesaplamasında ($k_e = R_f + \beta \times \theta$) formülü kullanılmıştır. Formüle göre, sermaye maliyeti %16,0 olarak esas alınmıştır.
- **Borçlanma Maliyeti:** Hesaplama Şirket'in Borçlanma Maliyeti olarak elde edilen risksiz getiri oranının üzerine %1 prim eklenerek %10,5 hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- **Vergi Oranı:** Kurumlar vergisi oranı %23 olarak alınmıştır.

Bu varsayımlar çerçevesinde QNB Finans Yatırım tarafından yapılan AOSM hesaplaması aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir.

Tablo 17: AOSM Hesaplaması

AOSM Hesaplaması	
Risksiz Faiz Oranı (R_f)	%9,50
Piyasa Risk Primi (θ)	%6,50
Beta (β)	1,00
Sermaye Maliyeti (k_e)	%16,00
Borçlanma Maliyeti (k_d)	%10,50
Vergi Oranı (t)	%23,00
Borcun Ağırlığı (W_d)	%50,00
Özsermaye Ağırlığı (W_e)	%50,00
AOSM	%12,04

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in halka arz edilecek pay başı değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 18: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

('000 TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	523,4	597,8	615,8	637,6	660,2	683,5
% Büyüme	%10,6	%14,2	%3,0	%3,5	%3,5	%3,5
Brüt Kar	116	121	124	128	132	136
Brüt Kar Marjı	%22,3	%20,3	%20,1	%20,1	%20,0	%19,9
FVÖK	86,5	85,8	87,2	90,5	93,1	95,7
FVÖK Marjı	%16,5	%14,4	%14,2	%14,2	%14,1	%14,0
Amortisman	5,9	7,6	8,6	9,1	9,6	10,2
FAVÖK	92,4	93,5	95,8	99,5	102,7	106,0
FAVÖK Marjı	%17,7	%15,6	%15,6	%15,6	%15,6	%15,5
Düzeltilmiş FAVÖK	92,4	93,5	95,8	99,5	102,7	106,0
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	%17,7	%15,6	%15,6	%15,6	%15,6	%15,5
Vergi	-20	-17	-17	-18	-19	-19
Yatırım Harcamaları	-6	-18	-12	-9	-9	-10
İşletme Sermayesi	-6,6	-7,5	-1,9	-2,5	-2,5	-2,6
Serbest Nakit Akışı*	60,1	50,4	64,3	70,5	72,3	74,0
AOSM	%12,00	%12,00	%12,00	%12,00	%12,00	%12,00
İskonto Faktörü	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8
	59	44	50	49	45	41
SNA Bugünkü Değeri	290					
Uç Büyüme Oranı	%1,00					
Uç Değer	377					
Firma Değeri	667					
Net Borç	77					
Piyasa Değeri	590					

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak;

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %33, BİST benzer şirketler piyasa çarpan analizine %33 ve yurt dışı çarpan analizine %33 ağırlık verilmiştir.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda QNB Finans Yatırım tarafından hesaplanan Şirket değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 19: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Özeti (USD)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurt İçi Çarpan Değeri	401.108.970	%33,33	133.702.990
Yurt Dışı Çarpan Değeri	453.449.449	%33,33	151.149.816
İNA	589.945.960	%33,33	196.648.653
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			481.501.460

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çalışma kapsamında hesaplanan halka arz fiyatı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 20: Halka Arz Fiyatı Hesabı

Halka Arz Fiyatı Hesabı	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (USD)	481.501.460
13.05.2022 TCMB USD/TRY Alış Kuru	15,35
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)	7.392.299.309
Ödenmiş Sermaye	212.000.000
Pay Başına Fiyat (TL)	34,87
Halka Arz İskontosu (%)	%21
Halka Arz Fiyatı (TL)	27,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Kocaer Çelik için QNB Finans Yatırım tarafından yürütülen değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanan Şirket değerine %21 oranında halka arz iskontosu uygulanması sonucunda, halka arz edilmesi planlanan 1 TL nominal değerli payın Halka Arz Fiyatı 27,50 TL olarak belirlenmiştir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketlerin BİST'te İşlem Gören Benzer Şirketler ve Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketler olarak iki grup altında incelenmesini makul buluyoruz.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını ve bu çarpanın medyan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında kullanılan FD/FAVÖK çarpan hesaplamasında 2022 yıl sonu veya 2023 tahminlerinin de ağırlıklandırılarak çalışmaya dahil edilebileceği görüşündeyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerini ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için tahmin edilen büyüme marjlarının ve hedeflenen yatırımların gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini (%6,5) makul buluyoruz.
- Şirket'in gelirlerinin çoğunluğunun döviz olmasından dolayı, Türkiye Devleti 10 yıllık ABD Doları cinsi Eurobond tahvili getirisi olan %9,50 oranının risksiz faiz oranı olarak değerlendirmesini makul bulmaktayız.
- Şirket'in betası hesaplanırken muhafazakar yaklaşımda bulunulmasını olumlu buluyoruz.
- AOSM hesabında tüm yıllar için kullanılan 23% yerine, torba yasa gereği 2022 için 23%, sonraki yıllarda 20% kullanılması gerektiğini düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılmalarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

QNB Finans Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntem göze (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Şirket değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değerlerin ağırlıklandırılması sonucu toplamları alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, QNB Finans Yatırım tarafından konu alınan yurt içi benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %33, yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %33 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %33 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK;

QNB Finans Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 27,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.