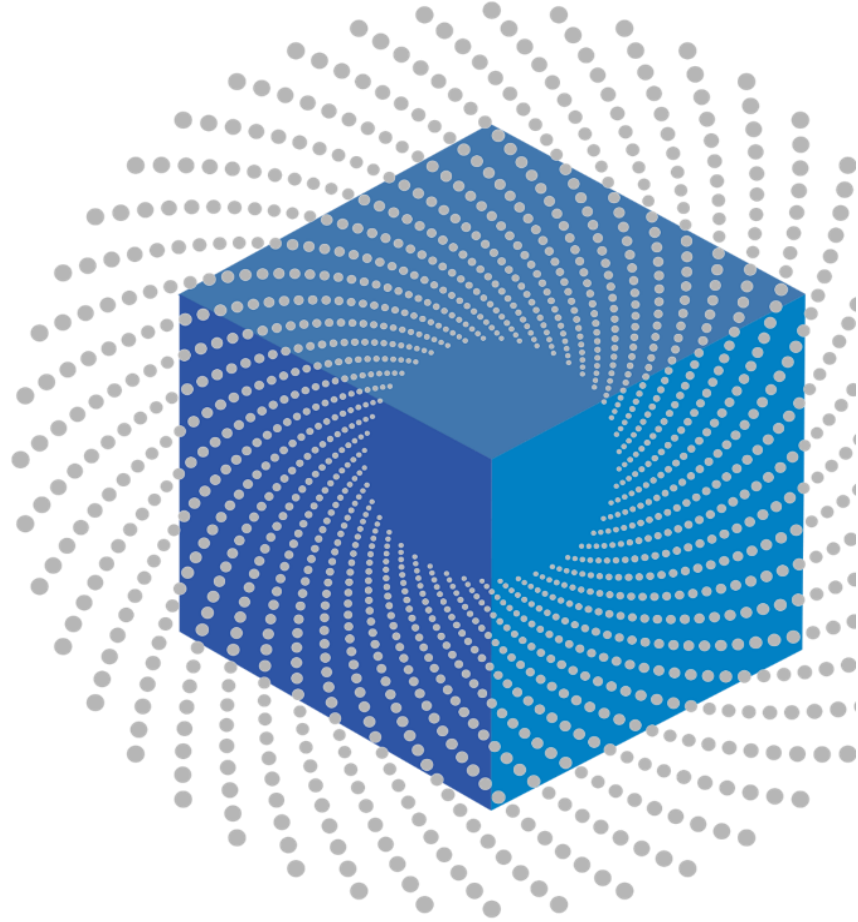


Kıraç Galvaniz Telekomünikasyon Metal Makine İnşaat Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

13 Ağustos 2024



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi	5
2.1 Genel Bakış	5
2.2 Ana Ürün ve Hizmetler	5
2.3 Satış Kırılımları	6
3 Finansal Durum	8
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	9
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	10
4.1.1 Uluslararası Çarpanlar	10
4.1.2 Yurtiçi Çarpanlar	10
4.1.3 Çarpan Değerlemesi	12
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)	14
4.2.1 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	14
4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları	14
4.3 Değerleme Sonucu	15
5 Görüş	16
5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	16
5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	16
5.3 Sonuç	16

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, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İfo Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Kıraç Galvaniz Telekomünikasyon Metal Makine İnşaat Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kıraç Galvaniz" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 8 Ağustos 2024 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	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Konsorsiyum Eş Liderleri	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	125.000.000 TL
Halka Arz Oranı	26,47%
Halka Arz Metodu	Sermaye Arttırımı: %100
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	45.000.00 TL
Ek Satış	Yoktur.
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %60 Yurt İçi Kurumsal: %40
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Halka Arz Büyüklüğü	1.080.000.000 TL
Talep Toplama	14-15 Ağustos 2024
Halka Arz Fiyatı	24,00 TL
Bağımsız Denetçi	Ser & Berker Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Feyzi Kıraç	A	8.750.000	7%	8.750.000	5%
	B	35.000.000	28%	35.000.000	21%
Fehmi Emre Kıraç	A	3.750.000	3%	3.750.000	2%
	B	15.000.000	12%	15.000.000	9%
Can Kıraç	A	3.750.000	3%	3.750.000	2%
	B	15.000.000	12%	15.000.000	9%
Havva Kıraç	A	1.250.000	1%	1.250.000	1%
	B	5.000.000	4%	5.000.000	3%
Serkan Malçok	A	7.500.000	6%	7.500.000	4%
	B	30.000.000	24%	30.000.000	18%
Halka Açık	B	-	0%	45.000.000	26%
TOPLAM		125.000.000	100%	170.000.000	100%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanım Tutarı (%)
Devam Eden Tesis ve Makine Yatırımları	%45
İşletme Sermayesi İhtiyacının Finanse Edilmesi	%40
Finansal Borç Anapara ve Faiz Ödemelerinde Kullanılması	%15

Kaynak: Fonun Kullanım Yerlerine İlişkin YKK ve Raporu *İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında %10'a kadar geçiş yapılabilmesine karar verilmiştir.

2 Şirket Hakkında Bilgi

2.1 Genel Bakış

2006 yılında kuruldu. Kıraç Galvaniz, 2006 yılında sıcak daldırma galvanizleme hizmeti vermek amacıyla Bursa'da kurulmuştur. Kurulduğu yıldan bu yana Bursa bölgesindeki tek sıcak daldırma galvanizleme tesisi olma özelliğini taşıyan Şirket, 2010 yılında faaliyet alanını genişleterek çelik otokorkuluk sistemleri imalatı ve montajına başlamıştır. Şirket, ana faaliyetleri olan çelik oto korkuluk imalatı ve sıcak daldırma galvanizlemenin yanı sıra motosiklet koruyucu bariyer, ses ve gürültü bariyerleri, solar enerji sistemleri konstrüksiyonu imalat/montajı, çarpışma yastığı, trafik işaret ve levhaları, yaya korkuluğu satış/montajıdır. Şirket'in 2018 yılında Gürcistan devleti sınırları içerisinde kurulmuş "Kıraç Georgia Branch" unvanına ve 2013 yılında Romanya'da kurulmuş Kıraç Galvaniz Telekomünikasyon Metal Makine İnşaat Elektrik San. ve Tic. A.Ş. Bükeş Şubesi unvanına sahip iki şubesi bulunmaktadır. Şirket'in toplamda 9.714 m²'lik alana sahip iki üretim tesisi bulunmaktadır. Galvaniz üretim tesisi ve kayıtlı merkez adresi Bursa'dadır. Ürün gamında bulunan tüm çelik otokorkuluk sistemleri EN 1317-1 ve EN 1317-2 Avrupa Standartlarına uygun çarpışma testlerine tabi tutulmuş ve CE belgeleri alınmıştır. Firmanın tüm ürünleri ve sıcak daldırma galvanizleme hizmeti "TCK" markası ile güvence altına alınmıştır. Ayrıca "Çevre ve Güvenlik Duyarlılığı" misyonu doğrultusunda 2009 yılında TÜBİTAK TEYDEB desteği ile atık azaltımı amacı ile hazırlanan bir proje gerçekleştirilmiştir. Bu proje ile geliştirilen rejenerasyon sistemi halen kullanılmaktadır. Kıraç Galvaniz, Yavuz Sultan Selim Köprüsü, Kuzey Marmara Otoyolu yapımı benzeri büyük ölçekli uluslararası konsorsiyumlarla gerçekleştirilen projelerde alt yüklenici olarak otokorkuluk imalatlarını tamamlamıştır. Ayrıca Üyesi olduğu ERF ve IRF yol güvenliği alanındaki faaliyetlerini takip etmekte ve desteklemektedir.

4.166 m²'lik Galvanizleme Fabrikası (mülkiyeti şirkete ait), 5.548 m²'lik Metal İmalat Fabrikası(kira) olmak üzere toplam 9.714 m²'lik iki üretim tesisinde ve 5.408 m²'lik depo alanında (kira) faaliyetlerine devam eden Kıraç Galvaniz, 78.678 ton metal imalat kapasitesi ile faaliyetlerini sürdürmektedir. 19.02.2009 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Yapı Malzemeleri Yönetmeliği kapsamında Türkiye'de otokorkuluk sistemlerine ait CE Belgesi kullanımı zorunlu hale getirilmiş olup Kıraç Galvaniz, bu düzenleme akabinde ilk çarpışma testini yaptıran şirket olmuş ve 18.05.2011 tarihinde CE Belgesi'ni almaya hak kazanmıştır.

2.2 Ana Ürün ve Hizmetler

Ana ürün ve hizmetler. Şirket'in ana ürün ve hizmetleri Çelik Otokorkuluk Sistemleri İmalatı ve Montajı, Motosiklet Koruyucu Bariyer Sistemleri İmalatı ve Montajı, Ses ve Gürültü Bariyerleri İmalatı ve Montajı, Solar Enerji Sistemleri Konstrüksiyonu, Sıcak Daldırma Galvanizleme ve Diğer Ürünler (Trafik İşaret Levhaları, Basüstü) Levha Taşıyıcı ve Kavşak İçi Yön Bilgi Levhaları, Omega Profiller, Uyarı Işıklı Römork, Yaya Korkulukları, Çarpışma Yastığı Sistemleri, Üst Geçit Sistemleri), Metal işleme, Hurda satışlarından oluşmaktadır. Otokorkuluklar, araç, sürücü ve yolcuları yol kenarındaki düşük banket uçurum gibi tehlikelerden, aynı şekilde yayaları ve yerleşim yerlerini de araçların yaratacağı tehlikelerden korumak amacıyla karayollarının büyük bir bölümünde hem koruma hem de yol ayırma amaçlı kullanılmaktadır.

Otokorkuluklar; etkin güvenlik, uzun ömür, bakım kolaylığı ve en önemlisi çevre üzerinde olumsuz bir etkisinin olmamasından dolayı karayollarında tercih edilmektedir. Motosiklet koruyucu bariyerlerin rayları soğuk şekillendirme sonrası sıcak daldırma galvanizlemeye veya toz boya işlemine tabi tutulur. Yollardaki araçların sebep olduğu gürültüyü engellemek amacıyla ana yolların ve yapıların şehrin dışına taşınması veya şehrin altyapısının yenilenmesi çok maliyetli olabileceğinden, sesin minimize edilmesinde en gerekli ve ekonomik çözüm olarak ses (gürültü) panellerinin kullanılması ve geliştirilmesi hizmeti verilmektedir. Solar enerji tesislerinde panelleri taşıyan yapı elemanı olarak solar konstrüksiyonlar kullanılır. Taşıyıcı olarak vazife gören bu sistemlerin taslağı, kurulacağı bölgenin statik özellikleri göz önünde bulundurularak yapılan hesaplamaların ardından projelendirme aşamasında oluşturulur. Panellerin farklı açı ve konumuna göre kullanılacak profillerin tasarımı yapılır. Soğuk şekillendirme işlemine tabi tutulan bu profiller, uzun bir rollform hattında saçın bükülmesi ve deliklerin açılması ile imal edilir. Ana faaliyet olan otokorkuluk imalatının son sürecinde sıcak daldırma galvanizleme işlemi yapılmaktadır. "Sıcak Daldırma Galvanizleme" çeliğin içinde 450°C erimiş çinko bulunan bir hazneye daldırılarak kaplanması işlemidir. Bu kaplama, diğer bilinen korozyondan koruma yöntemlerine göre avantajlara sahiptir ve uygulaması daha kolaydır.

2.3 Satış Kırılımları

Şirket, satışlarını yurt içinde ve yurt dışında çelik otokorkuluk, motor bariyer sistemleri, sıcak daldırma ve galvanizleme hizmeti, solar enerji sistemleri konstrüksiyonları ve diğer satışlar (hurda satışları, fason lazer kesim satışları, sistem parçaları ve diğer satışlar, ihracat kayıtlı satışlar) olarak 5 ana kategori altında gerçekleştirmektedir. Şirket'in iştigal ettiği yol güvenliği sektöründe ihracat pazarına açılabilmek için hizmet verilecek ülkenin ilgili konudaki bakanlığı ve/veya kamu kurumlarından ilgili sertifikalar ve belgelerin tamamlanması gerekmekte ve ilgili kurumlar tarafından onay alınması gerekmektedir. Şirket, yurt dışında faaliyet göstermek için gerekli yatırımlarını ve belgelerini (CE Belgesi) tamamlayarak 2022 yılında ihracata ağırlık vermiş olup TCK markası ile yurt dışında hizmet vermektedir. 2021 yılında yurt dışı satışlarının net satışlar içindeki payı %39 iken bu oran 2022'de %71'e, 2023 yılında %59'a yükselirken 31.03.2024 döneminde %15'e gerilemiştir. 2021 yılında hem pandemi etkisi hem de planlı fabrika bakımları nedeniyle net satışlar sınırlı büyüme göstererek 481,5 mn TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında ihracat için gerekli yatırımlar ve belgelerin alınmasıyla ihracatın payı ciddi oranda artmış ve net satışlar yıllık %79 artarak 862 mn TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında ise ağırlıklı olarak ihracat odaklı satış politikası izlenmeye devam edilmiş ve 2022'ye göre satışlar %34,5 artışla 1.159 mn TL'ye yükselmiştir. 2024'ün ilk çeyreğinde, 2023'ün ilk çeyreğine göre %76,4 artışla net satışlar 634,7 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket, genel olarak yılın ilk yarısında KGM'den ihaleleri alarak yılsonunda veya bir sonraki yılda projenin teslimatını gerçekleştirmektedir. Projelerin faturaları, ağırlıklı olarak yılın son çeyreğinde kesilmesi nedeniyle Şirket'in net satışlarında dönemsel bir dalgalanma gözlemlenmektedir.

Otokorkuluklar, araç, sürücü ve yolcuları yol kenarındaki düşük banket uçurum gibi tehlikelerden, aynı şekilde yayaları ve yerleşim yerlerini de araçların yaratacağı tehlikelerden korumak amacıyla karayollarının büyük bir bölümünde hem koruma hem de yol ayırma amacıyla kullanılmaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket satışlarının ortalama %80'ini çelik otokorkuluk sistemleri oluşturmaktadır. Şirket, yurt içi çelik otokorkuluk hizmetini ağırlıklı olarak Karayolları Genel Müdürlüğü'nün (KGM) açtığı ihaleler üzerinden gerçekleştirmektedir. Şirket, 2021 yılında çelik otokorkuluk sistemlerinden toplamda 361,4 mn TL gelir elde etmiştir. 2021 yılında pandemi etkisinin devam etmesi ve fabrikadaki planlı bakımlar nedeniyle 2020'ye göre sınırlı bir artış yaşanmış, 2022'de yıllık %104,9 artış yaşanmıştır. 2023 yılında, bir önceki yılın aynı dönemine göre çelik otokorkuluk sistemleri gelirleri %24,4 artış göstererek 921 mn TL'ye, 2024'ün ilk çeyreğinde 530,8 mn TL'ye ulaşmıştır. Çelik otokorkuluk sistemleri satışları, miktar bazında 2021 yılında 381.928 metre olmuş, 2022 yılında %20,3 artışla 459.279 metre çelik otokorkuluk sistemleri satışı gerçekleşmiş olup 2023 yılında 698.564 metre olarak gerçekleşmiştir. 2024'ün ilk çeyreğinde ise çelik otokorkuluk satışları 588.451 metre

olarak gerçekleşmiştir. 2024'ün ilk çeyreğinde gerçekleşen satışın 547.545 metresi yurt içi, 40.906 metresi yurt dışı satış olarak gerçekleşmiştir.

Solar enerji konstrüksiyonları, güneş elektrik santrallerinde, güneş panellerini taşıyıcı konstrüksiyonlardır. Sistem elemanları, üretildikten sonra sıcak daldırma galvaniz ile kaplanarak korozyona karşı koruma sağlanır. Tüm ürünler proje ve ihtiyaca uygun olarak her türlü zemine göre ebatlanabilmektedir. 2020 sonrası iklim değişikliği rejiminin çerçevesini oluşturan Paris Anlaşması ile birlikte küresel bazda karbon salınımının azaltılması hedeflenmiş ve kamu ve özel sektör bu alana daha fazla yoğunlaşmaya başlamıştır. Bu minvalde GES yatırımlarına olan talepler artmış ve T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı — Türkiye Ulusal Enerji Planı Raporuna göre artacağı projekte edilmiştir. Şirket, 2020 ve 2021 yıllarında deneme üretimleri ve kısmi satışlar gerçekleştirmiş; 2022 yılında bu alana yoğunlaşmıştır. Mevcut durumda Şirket'in galvanizleme tesisinin de olması, bu alanda Şirket'i entegre tesis konumuna getirmiş olup rakiplerine göre bir adım öne çıkarmıştır.

Tablo 4: Net Satışlar

Net Satışlar (TL)					
(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024	31.03.2024
Yurt İçi Satışlar	296.609.566	250.803.847	476.898.678	142.113.157	536.098.750
Çelik Otokorkuluk Hizmetleri	190.856.733	157.200.960	320.962.211	126.693.814	471.436.624
Motor Bariyer Sistemleri	1.275.420	4.288.746	4.288.746	541.654	4.541.552
Sıcak Daldırma ve Galvanizleme Hizmeti	17.142.925	25.066.893	39.264.466	6.477.843	18.947.979
Solar Enerji Sistemleri Konstrüksiyonları	118.643	1.279.099	12.605.057	-	45.714.147
Sistem Parçaları ve Diğer Satışlar	87.215.845	62.968.149	59.514.776	8.399.846	59.514.776
Yurt Dışı Satışlar	186.068.009	612.945.101	686.316.464	217.203.164	94.823.992
Çelik Otokorkuluk Hizmetleri	170.549.936	583.339.852	600.075.422	217.203.164	59.314.043
Motor Bariyer Sistemleri	-	79.579	1.029.474	-	124.304
Solar Enerji Sistemleri Konstrüksiyonları	-	183.883	63.592.594	-	35.384.489
Yaya Korkuluğu	-	1.961.424	3.790.196	-	1.156
Sistem Parçaları ve Diğer Satışlar	15.518.073	27.380.363	17.828.775	-	-
Diğer Gelirler	200.001	298.075	1.860.604	391.369	3.746.199
Brüt Satışlar	482.877.576	864.047.023	1.165.075.743	359.707.690	634.668.941
Satıştan İadeler (-)	(1.388.122)	(2.041.251)	(6.065.566)	(6.807)	-
Net satışlar	481.489.454	862.005.772	1.159.010.177	359.700.883	634.668.941
Değişim		79,0%	34,5%		76,4%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3 Finansal Durum

Tablo 5: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	68.650.514	240.386.121	85.715.623	87.706.425
Ticari Alacaklar	85.732.612	111.905.091	278.231.175	291.530.853
Diğer Alacaklar	24.899.541	20.487.458	8.380.228	23.401.439
Müşteri Sözleşmesinden Doğan Varlıklar	45.491.543	-	110.834.189	312.032.850
Stoklar	130.412.836	156.294.477	260.736.738	128.394.156
Peşin Ödenmiş Giderler	47.270.715	81.621.513	69.322.973	133.268.962
Diğer Dönen Varlıklar	30.515.950	52.555.190	60.546.182	39.292.082
Dönen Varlıklar	432.973.711	663.249.850	873.767.108	1.015.626.767
Diğer Alacaklar	2.764.883	1.683.133	1.021.492	887.763
Kullanım Hakkı Varlıkları	10.862.174	9.560.944	2.056.039	201.476
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	228.709.471	247.740.694	356.812.545	343.011.726
Maddi Duran Varlıklar	253.175.482	240.185.849	685.658.251	714.225.538
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33.571.418	35.551.986	32.175.786	31.442.235
Diğer Duran Varlıklar	6.761.456	9.603.600	9.436.749	7.545.178
Duran Varlıklar	535.844.884	544.326.206	1.087.160.862	1.097.313.916
Toplam Varlıklar	968.818.595	1.207.576.056	1.960.927.970	2.112.940.683
Kısa Vadeli Borçlanmalar	225.114.223	163.297.009	10.406.876	23.861.112
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	9.410.466	113.906.141	222.330.544	232.107.313
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	282.998	256.526	331.500
Kiralama Yükümlülükleri	3.365.979	905.957	175.853	177.019
Ticari Borçlar	36.185.448	70.104.902	143.959.757	156.483.428
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.255.872	1.539.953	5.201.121	7.898.830
Diğer Borçlar	8.786.335	11.457.043	17.082.137	50.534.429
Ertelenmiş Gelirler	6.201.134	14.610.900	23.029.761	12.089.451
Müşteri Sözleşmesi Yükümlülükleri	-	-	43.928.572	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.291.635	2.969.025	8.086.606	7.691.251
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	1.779.563
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	223.929	58.244.050	27.241.519	6.480.147
Kısa Vadeli Yükümlülükler	292.835.021	437.317.978	501.699.272	499.434.043
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.915.730	31.729.713	30.625.532	30.958.282
Kiralama Yükümlülükleri	1.738.891	794.236	347.364	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.584.929	2.310.541	2.184.084	2.310.689
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	67.207.545	49.825.062	294.568.766	286.523.967
Uzun Vadeli Yükümlülükler	75.447.095	84.659.552	327.725.746	319.792.938
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	50.000.000	125.000.000	125.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	295.449.302	295.449.302	312.188.800	312.188.800
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.294.352	3.294.352	8.564.760	8.564.760
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler/ (Giderler)	106.706.817	123.822.572	404.444.758	431.032.702
Yabancı Para Çevrim Farkları	(1.677.353)	(2.238.447)	(5.143.356)	(594.911)



Geçmiş Yıl Karları/ (Zararları)	33.771.404	146.763.361	118.260.841	286.447.990
Dönem Net Kârı	112.991.957	68.507.386	168.187.149	131.074.361
Özkaynaklar	600.536.479	685.598.526	1.131.502.952	1.293.713.702
Toplam Kaynaklar	968.818.595	1.207.576.056	1.960.927.970	2.112.940.683

Kaynak: İzahname

Tablo 6: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu					
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Hasılat	481.489.454	862.005.772	1.159.010.177	359.700.883	634.668.941
Satışların Maliyeti	(383.939.155)	(647.384.112)	(698.821.274)	(285.300.519)	(495.424.575)
Brüt Kar	97.550.299	214.621.660	460.188.903	74.400.364	139.244.366
Pazarlama Giderleri	(7.822.834)	(38.471.900)	(51.859.256)	(11.978.810)	(5.088.074)
Genel Yönetim Giderleri	(45.595.780)	(39.962.400)	(59.899.270)	(13.200.983)	(15.076.656)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	51.638.566	17.513.355	87.687.823	26.463.286	26.478.315
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(8.737.258)	(82.829.161)	(74.115.967)	(25.787.663)	(48.692.725)
Esas Faaliyet Karı	87.032.993	70.871.554	362.002.233	49.896.194	96.865.226
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	145.557.399	23.777.313	115.242.744	-	(13.800.819)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	232.590.392	94.648.867	477.244.977	49.896.194	83.064.407
Finansman Giderleri	(92.593.646)	(81.488.908)	(131.617.347)	(15.492.049)	(14.976.566)
Finansman Gelirleri	27.329.510	91.799.929	99.160.612	14.430.032	33.671.174
Net Parasal Pozisyon (Kayıpları)	(24.600.940)	(296.248)	(83.356.356)	(257.466)	48.424.151
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	142.725.316	104.663.640	361.431.886	48.576.711	150.183.166
Dönem Vergi Gideri	(6.112.600)	(48.039.745)	(19.974.945)	(3.812.093)	(1.154.938)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	(23.620.759)	11.883.491	(173.269.792)	(11.884.186)	(17.953.867)
Net Dönem Karı	112.991.957	68.507.386	168.187.149	32.880.432	131.074.361

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 8 Ağustos 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

Tablo 7: Değerlemede Kullanılan Net Borç ve FAVÖK Değerleri

Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	68,7	240,4	85,7	87,7
Diğer Alacaklar	27,7	22,2	9,4	24,3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	225,1	163,3	10,4	23,9
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısım	9,4	113,9	222,3	232,1
Kiralama Yükümlülükleri	5,1	1,7	0,5	0,2
Diğer Borçlar	8,8	11,5	17,1	50,5
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	4,9	31,7	30,6	31,0
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	0,3	0,3	0,3
Net Borç	156,9	59,8	186,1	226,0
Özkaynak	600,5	685,6	1.131,5	1.293,7
Net Borç/ Özkaynak	26,1%	8,7%	16,4%	17,5%

Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
FAVÖK*	60,1	152,8	364,5	434,9
Net Borç/FAVÖK	2,6	0,4	0,5	0,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu *Uzun ve kısa vadeli diğer alacak, borçları ve kiralama yükümlülüklerini kapsamaktadır. **Son 12 aylık olarak hesaplanmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

4.1.1 Uluslararası Çarpanlar

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı örnekleme dâhil edilmemiştir. EV/EBITDA çarpanına %80, F/K çarpanına %20 ağırlık verilmiştir. F/K hesaplamasında yatırım faaliyetlerinden gelirler net dönem karından düşülmüştür. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarından gelen değere YAG değeri bilançoda kayıtlı değere %20 iskonto uygulanarak eklenmiştir.

Tablo 8: Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

	Ülke	Piyasa Değeri (\$mn)	EV/EBITDA	F/K
Vinci SA	Fransa	64.622	7,4x	12,3x
Ferrovial SE	İspanya	28.942	33,7x	61,0x
Mota Engil Sgps Sa	Portekiz	1.185	4,4x	18,4x
Nicc Ab-B Shs	İsveç	1.311	6,7x	10,1x
Peab AB-Class B	İsveç	1.931	8,8x	10,0x
Budimex	Polonya	4.447	15,0x	23,8x
Ecorodovias Infra E Log Sa	Brezilya	877	5,0x	6,9x
Aleatica Sab De Cv	Meksika	3.358	11,8x	84,2x
Impulsora Del Desarrollo Y E	Meksika	6.192	11,0x	15,0x
Transurban Group	Avustralya	26.321	27,5x	173,9x
Beijing Shanghai High Spe-A	Çin	35.498	M.D.	21,0x
Atlas Artena	Avustralya	4.965	154,4x	29,1x
		Medyan	9,9x	15,0x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Yurtiçi Çarpanlar

BIST'te işlem gören ve Şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte halka arz sonrasında Şirket BIST Sınai endeksi ile BIST Metal Ana endeksinde sınıflandırılacağından çarpan değerlemesinde BIST Sınai ve BIST Metal Ana endeksi çarpanlar baz alınmıştır. Değerlemede EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. EV/EBITDA çarpanına %80, F/K çarpanına %20 ağırlık verilmiştir. EV/EBITDA ve F/K çarpanlarından gelen değere YAG değeri bilançoda kayıtlı değere %20 iskonto uygulanarak eklenmiştir.

Tablo 9: BIST Metal Ana Piyasa Çarpanları

Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (mn TL)	EV/EBITDA	F/K
BMSTL	BMS Birleşik Metal	3.151	25,1	302,0
BURCE	Burçelik	2.065	22,7	42,4
BURVA	Burçelik Vana	941	(107,3)	211,2
CELHA	Çelik Halat	1.838	28,9	34,4
CEMAS	Çemaş Döküm	2.911	45,4	(8,0)
CEMTS	Çemtaş	5.980	5,6	28,1
CUSAN	Çuhadaroğlu Metal	1.654	13,8	(4,9)
DMSAS	Demisaş Döküm	1.260	9,7	5,0
DOFER	Dofer Yapı Malzemeleri	2.172	30,5	19,6
DOKTA	Döktaş Dökümcülük	10.459	11,1	27,5
ERBOS	Erbosan	4.238	8,8	(26,3)
ERCB	Erciyas Çelik Boru	9.270	18,5	91,4
EREGL	Ereğli Demir Çelik	180.950	10,8	19,0
ISDMR	İskenderun Demir Çelik	109.156	11,2	11,2
IZMDC	İzmir Demir Çelik	9.660	47,7	(8,8)
KRDMA	Kardemir (A)	5.695	0,5	2,3
KRDMB	Kardemir (B)	2.588	(0,2)	1,0
KRDMD	Kardemir (D)	23.625	4,1	9,5
KCAER	Kocaer Çelik	36.955	16,0	31,2
MEGMT	Mega Metal	9.328	10,8	22,9
PNLSN	PanelSAN Çatı Cephe	4.826	10,3	26,7
SARKY	Sarkuysan	18.020	15,3	14,1
TUCLK	Tuççelik	2.268	25,3	6,7
YKSLN	Yükselen Çelik	2.605	30,7	(21,3)
		Medyan	13,8	19,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10: BIST Sınai Piyasa Çarpanları

BIST Sınai Endeksi	EV/EBITDA	F/K
Ortalama	13,2	15,8
Medyan	11,2	15,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.3 Çarpan Değerlemesi

Çarpan değerlemede EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Değerleme sonuçları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 11: BIST Sınai Piyasa Çarpan Değerlemesi

Mn TL	Değer
Kıraç EBITDA 2024/03 4Ç	435
BIST Sınai Medyan EV/EBITDA(x)	11,2
BIST Sınai EV/EBITDA(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	4.874
Kıraç Net Borç 2024/03	226
BIST Sınai EV/EBITDA(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	4.648
EV/EBITDA(x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	80%
YAG Değeri	343
Mn TL	Değer
Kıraç Net Kar 2024/03 4Ç	190
BIST Sınai Medyan F/K	15,6
BIST Sınai F/K(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.974
F/K(x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	20%
YAG Değeri	343
BIST Sınai Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	4.588

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 12: BIST Metal Ana Piyasa Çarpan Değerlemesi

Mn TL	Değer
Kıraç EBITDA 2024/03 4Ç	435
BIST Metal Ana Medyan EV/EBITDA(x)	13,8
BIST Metal Ana Şirketleri EV/EBITDA(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	5.985
Kıraç Net Borç 2024/03	226
BIST Metal Ana EV/EBITDA(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	5.759
EV/EBITDA(x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	80%
YAG Değeri	343
Mn TL	Değer
Kıraç Net Kar 2024/03 4Ç	190
BIST Metal Ana Medyan F/K	19,3
BIST Metal Ana F/K(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.664
F/K(x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	20%
YAG Değeri	343
BIST Metal Ana Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	5.614

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 13: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerlemesi

Mn TL	Değer
Kıraç EBITDA 2024/03	435
31.03.2024 USD/TL Kapanış Kuru	32,26
Kıraç EBITDA 2024/03-4Ç (USD)	13,5
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,9
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)	134
Kıraç Net Borç 2024/03	226
31.03.2024 USD/TL Kapanış Kuru	32,3
Kıraç Net Borç 2024/03 USD	7,0
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	127
YAG Değeri TL	343
YAG İskontosu	20%
YAG Değeri USD	8,5
YAG Değeri Dahil EV/EBITDA(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	135,3
26.06.2024 USD/TL Kapanış Kuru	32,9015
YAG Değeri Dahil EV/EBITDA(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	4.451
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	80%
Mn TL	Değer
Kıraç Net Kar 2024/03 4Ç	190
31.03.2024 USD/TL Kapanış Kuru	32,26
Kıraç Net Kar 2024/03 4Ç (USD)	5,9
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K	15,0
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Piyasa Değeri	89
YAG Değeri TL	343
YAG İskontosu	20%
YAG Değeri USD	8,5
YAG Değeri Dahil F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	97,0
26.06.2024 USD/TL Kapanış Kuru	32,9015
YAG Değeri Dahil F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	3.192
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	20%
Yurtdışı Benzer Şirketler Nihai Piyasa Değeri	4.199

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

4.2.1 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması aşağıda verilmiştir. Risksiz faiz oranı için 10 yıllık devlet tahvili baz alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Metal Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta 0,80x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır.

Tablo 14: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Veriler								
Risksiz Faiz Oranı	27,0%	25,0%	23,0%	21,0%	19,0%	17,0%	15,0%	14,5%
Kaldıraçsız Beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Borç/Özkaynak	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%	22,2%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	19,7%	19,6%	19,7%	19,7%	19,8%	21,8%	21,8%	21,8%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli								
Risksiz Faiz Oranı	27,0%	25,0%	23,0%	21,0%	19,0%	17,0%	15,0%	14,5%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	32,5%	30,5%	28,5%	26,5%	24,5%	22,5%	20,5%	20,0%
AOSM								
Özsermaye Maliyeti	32,5%	30,5%	28,5%	26,5%	24,5%	22,5%	20,5%	20,0%
Borç Maliyeti	32,0%	30,0%	28,0%	26,0%	24,0%	22,0%	20,0%	19,5%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	81,8%	81,8%	81,8%	81,8%	81,8%	81,8%	81,8%	81,8%
Kurumlar Vergisi Oranı	19,7%	19,6%	19,7%	19,7%	19,8%	21,8%	21,8%	21,8%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	31,3%	29,3%	27,4%	25,5%	23,5%	21,5%	19,6%	19,1%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları

Tablo 15: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

İNA Tablosu (milyon TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Normalize	Uç Değer
Net Satışlar	481	862	1.159	1.879	2.796	3.941	4.942	5.808	6.389	6.868	7.211	
Değişim		79%	34%	62%	49%	41%	25%	18%	10%	7,5%	5,0%	
EBITDA	60	153	364	504	745	1.022	1.288	1.516	1.668	1.793	1.882	
Değişim		205%	154%	38%	48%	37%	26%	18%	10%	7,5%	5,0%	
EBITDA Marjı	12,5%	17,7%	31,4%	26,8%	26,7%	25,9%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	26,1%	
Esas Faaliyet Karı	44	136	348	487	712	986	1.237	1.447	1.598	1.723	1.813	
Değişim		168%	209%	156%	40%	46%	38%	25%	17%	10%	8%	5%
Vergi	-	-	-	19,9%	19,8%	19,6%	19,7%	19,8%	21,8%	21,8%	21,8%	

İNA Tablosu (milyon TL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Normalize	Uç Değer
Operasyonel Vergiler	-	-	-	(97)	(141)	(193)	(243)	(286)	(348)	(375)	(394)	
Amortisman	(16)	(17)	(16)	(18)	(34)	(36)	(51)	(69)	(69)	(69)	(69)	
Net Yatırım Giderleri	(15)	(34)	(107)	(706)	(108)	-	(154)	(181)	(69)	(69)	(69)	
Yatırım/Satış	3,1%	4,0%	9,2%	37,6%	3,8%	0,0%	3,1%	3,1%	1,1%	1,0%	1,0%	
Yatırım/Amortisman	0,9	2,1	6,7	39,5	3,2	0,0	3,0	2,6	1,0	1,0	1,0	
İşletme Sermayesi Değişimi		19	(117)	(284)	(334)	(419)	(363)	(314)	(211)	(174)	(124)	
Yatırım Teşvik Geliri			53	68	98	78	-	-	-	-	-	
Kaldıraçsız Nakit Akımı			193	(356)	262	487	528	735	1.040	1.175	1.294	9.611
Değişim						86%	8%	39,3%	41,5%	13,0%	10,2%	5,0%
AOSM				31,3%	29,3%	27,4%	25,5%	23,5%	21,5%	19,6%	19,1%	19,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı				(321)	188	272	233	261	301	282	260	1.771

Firma Değeri	3.247
Uç Değer Payı	54,5%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	5,1
Net Borç	226
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	274
Piyasa Değeri (31/03/2024)	3.296
Piyasa Değeri (26/06/2024)	3.524
Hisse Sayısı	125
Hisse Fiyatı	28,19

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları, ağırlıklandırılmış yurt içi ve yurtdışı halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizine yer verilmiştir. Bu değerler ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 16: Değerleme Sonucu

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	3.524	50%	28,19
Yurtdışı Benzerler	4.199	25%	33,59
BİST Sınai	4.588	12,5%	36,70
BİST Metal Ana	5.614	12,5%	44,91
Halka Arz Piyasa Değeri	4.087	100%	32,70
Halka Arz İskontosu	-27%		
Nihai Değer	3.000		24,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurtdışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde benzer şirket seçimlerini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranını ve borçlanma maliyetinin makul bulmaktayız.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

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

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Kıraç Galvaniz'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

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:

İnfo Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 24,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.