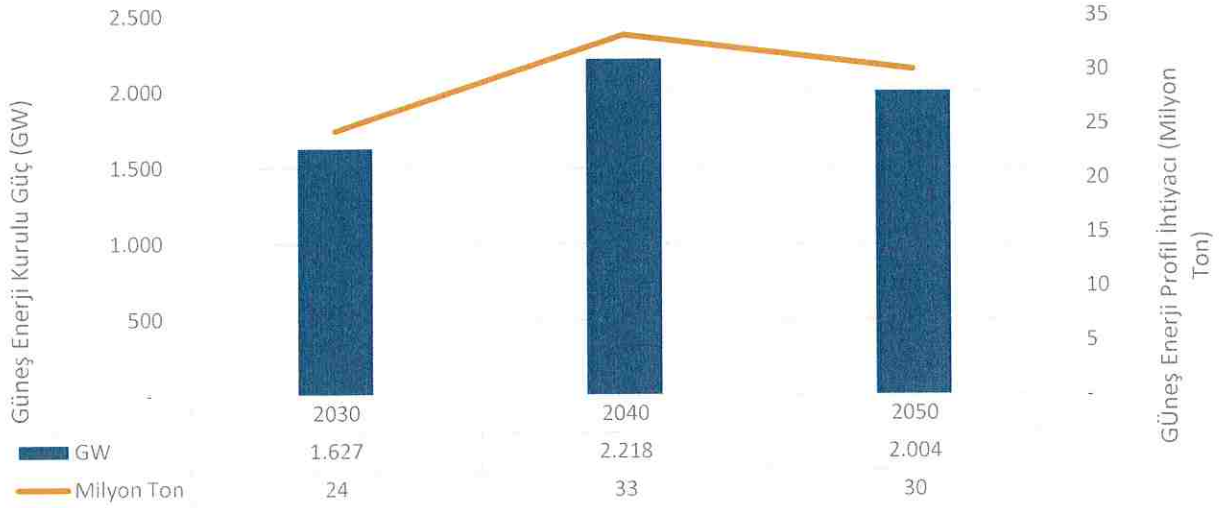
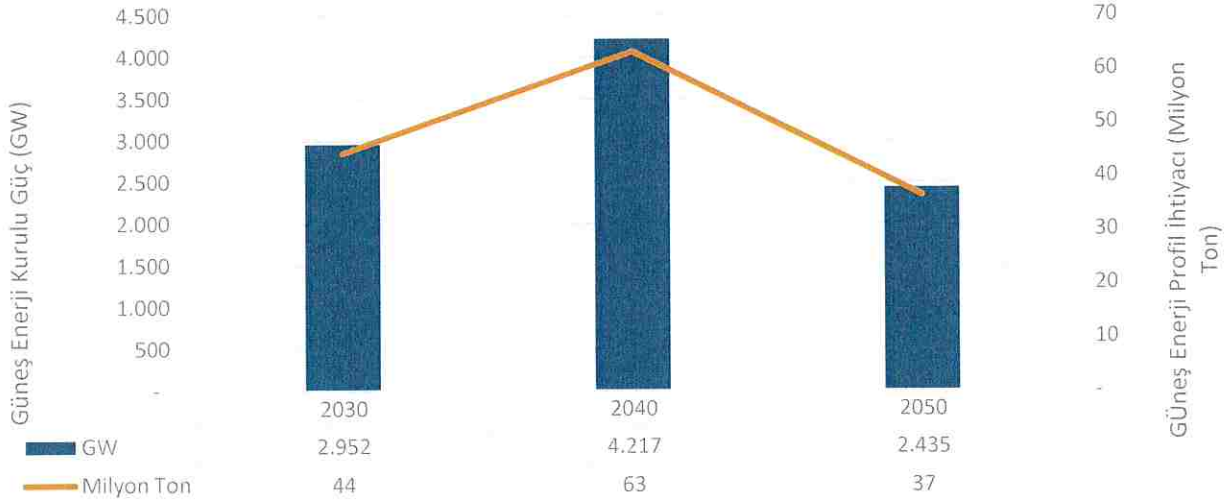


enerji profilleri ihtiyacı olduğu görülmektedir. Böylelikle sadece ülkeler tarafından taahhüt edilen yatırımlar göz önüne alınır ise 2030'a kadar olan dönem boyunca yıllık ortalama 2,7 milyon ton, 2040'a kadar 10 yıllık dönem için 3,3 milyon ton, 2050'ye kadar olan 10 yıllık dönem için 3,0 milyon ton ihtiyaç bulunacağı ön görülmektedir.

Şekil 14: Taahhüt Edilen Yatırımlara Göre Güneş Enerji Sistemleri Konstrüksiyon İhtiyacı



Şekil 15: Net Sıfır Projeksiyonuna Göre Güneş Enerji Sistemleri Konstrüksiyon İhtiyacı



Şirket'in Gümrük Tarife İstatistik Pozisyonlarında yer alan ürün gruplarının ait olduğu, global ihracat pazarlarının toplam büyüklüklerini gösteren veriler aşağıdaki tabloda belirtilmektedir. 2020 yılı verilerine göre bu pazarların toplam büyüklüğünün 17 milyar ABD Doları seviyesinde olduğu görülmektedir.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Mevlana Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal
 Kule Ofisi No:215 Kat:6-7 34394 Şişli - İST.
 İstanbul Ticaret Odası: 350657
 Mersis No: 0-3880-1015-3800011
 Boğaziçi Kurumlar V.D: 3860104535
 www.qnbfi.com

Tablo 15: Ürün Grupları Bazında İhracat Pazarları Büyüklükleri

GTIP	GTIP Açıklama	Dünya İhracat Pazarları Büyüklüğü (Milyon ABD Doları)
721499	Demir veya Alaşimsız Çelikten Çubuklar	2.345
721610	U, I veya H Şeklinde Profiller, Yükseklik <80 mm	389
721621	L Şeklinde Profiller, Yükseklik <80 mm	794
721622	T Şeklinde Profil, Yükseklik <80mm	54
721631	U Şeklinde Profil, Yükseklik >=80 mm	1.255
721632	I Şeklinde Profil, Yükseklik >=80 mm	1.951
721633	H Şeklinde Profil, Yükseklik >=80 mm	3.500
721640	L veya T Şeklinde Profil Demir – Çelik, Yükseklik >=80 mm	669
721650	Demir veya Alaşimsız Çelikten Diğer Profiller	865
730820	Demir veya Çelikten Kuleler ve Pilonlar (Enerji Nakil Direkleri)	4.078
730840	Demir veya Çelikten maden direkleri yapmaya mahsus benzeri malzeme (Maden Direkleri)	1.048
730890	Demir veya Çelikten İnşaat Aksamı (Enerji Kontrüksiyon)	479
TOPLAM		17.427

Kaynak: Trademap, UN Comtrade&ITC

Ürün gamına göre Türkiye’den yapılan toplam ihracat ve bu ihracattaki Şirket’in payı yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda verilmektedir. Şirket, GTIP pozisyonlarına göre 2022 yılı ilk 3 aylık dönem sonunda bu ürün kategorilerinde yapılan toplam ihracatın %22’sini gerçekleştirmiş olup, aynı yıl EDDMİB verilerine göre bu kategorilerde toplam ihracatı ile ihracat geliri itibarı ile en fazla ihracat yapan firma konumundadır. Şirket’in ürün gamına ilave ettiği yeni çelik profiller ile toplam ihracat hacmindeki payının 2022 yılı sonunda da %20’nin üstünde kalması hedeflenmektedir.

Tablo 16: Ürün Grupları Bazında Şirket’in İhracat Pazar Payları

Gümrük Tarife Pozisyonu	Türkiye İhracatı (Bin Ton)					Şirket'in İhracatı (Bin Ton)					Şirket'in Türkiye İhracatındaki Payı (%)					
	2018	2019	2020	2021	2022 Mart	2018	2019	2020	2021	2022 Mart	2018	2019	2020	2021	2022 Mart	
721499	721499390011	80,4	89,5	88,8	102,9	34,7	5,4	2,1	14,6	19,3	2,2	7	2	16	19	6
	721499390012															
	721499390013															
	721499390014															
721610	721610009011	42,3	44,5	48,8	45,2	12,0	13,8	12,2	9,5	8,4	3,0	33	27	20	18	25
721621	721621009000	483,8	504,1	572,6	650,2	128,2	88,1	88	75	71,6	15,4	18	17	13	11	12
721622	721622009000	20	20,2	22,8	24,4	6,3	0,3	0	0,5	0,4	0,0	1	0	2	2	0
721631	721631109019	155,5	177,1	196,6	226,5	67,3	96,5	90,2	75,5	83,4	25,1	62	51	36	37	37
	721631909011															
721632	721632119000	192,3	197,3	155,9	170,9	30,5	60,5	63,2	59,3	68	13,6	31	32	22	40	45
	721632999000															
721633	721633109000	70,5	102	76,1	112,4	25,8	2,2	4,8	2,6	0,8	0,7	3	5	3	1	1
	721633909000															

721640	721640109000	144,7	146,4	127,9	140,7	49,6	58,5	63,3	37,3	47	17,9	40	43	29	33	36
721650	721650109000	412,3	429	417,7	485,5	99,0	38,2	24,5	13,9	17,1	12,6	9	6	3	4	13
	721650910000															
730840	730840000000	55,3	82,3	92,9	64,2	0,2	-	0,6	0,1	0	0,0	0	1	0	0	0
730890	730890590011	49,6	31,2	49,8	61,8	30,5	-	-	10,8	30,2	18,1	0	0	22	49	59
Toplam		1706,7	1823,7	1840,2	2084,8	484,2	363,6	348,9	299,1	171,8	108,6	21	19	16	17	22

Kaynak: Ege İhracatçı Birlikleri, Kocaer Çelik Satış Verileri

4. Değerleme Yöntemleri

Uluslararası Değerleme Standartları'nda (UDS) kullanılan 3 ana değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı yöntemi, gösterge nitelikteki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında, varlığın değeri varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir (UDS 40.1). Bu kapsamda kullanılan çoğu yöntem, tahmini nakit akışlarını değerlemenin yapıldığı tarihe indirgeyerek varlığı bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır (UDS 50.1).

UDS madde 40.3'te belirtildiği üzere bu yaklaşımda değerlendirilen varlığın gelecekte yaratacağı gelirin miktarı ve zamanlaması belirsizdir ve değerlemeyi gerçekleştiren kişi ile değerlendirme çalışmasını yaptırmanın tahminlerine dayanmaktadır. Şirket tarafından sağlanan 6 yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Bunun Firma Değeri'nden net finansal borcun düşülmesiyle Piyasa Değeri hesaplanmaktadır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 60.1'de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

İkame maliyeti, yeniden üretim maliyeti ve toplama yöntemi esaslarına dayanarak yürütülen bu yaklaşım nadiren kullanılmaktadır. Şirket'in maliyet yaklaşımının uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerin sürekli olduğu düşünüldüğü için bu değerlendirme çalışmasında kullanılması uygun bulunmamıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 20.1'de belirtildiği üzere, pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu yaklaşımda değerlendirme çalışması yürütülen varlığın veya önemli derece benzerlik gösteren diğer varlıkların aktif bir şekilde işlem görmesi gerekmektedir. Ayrıca benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve gözlemlenebilir olan işlemlerin söz konusu olması gerekmektedir. Piyasada en fazla kullanılan değerlendirme yaklaşımı olarak bilinmektedir.

Halka arzı gerçekleştirilecek olan Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından çok sık kullanılması ve Kocaeli Çelik paylarının halka arzından sonra teşkilatlanmış bir piyasa olan Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması sebebiyle amacına uygun değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımı çalışması kapsamında güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği düşünülerek yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Demir-çelik sektörü altında faaliyet gösteren Kocaeli Çelik ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ile payları Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmekte olan benzer şirketler kıyaslanmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesi sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun demir-çelik sektörüne ilişkin faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Bu koşullara uymayan şirketler benzer şirket karşılaştırmasına dahil edilmemiştir.

UDS 30.6'da belirtildiği üzere, değerlemesi yapılan varlığın değer tespitinde mevcut verilere ve pazar ile ilgili koşullara göre en uygun ve en geçerli değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Bu sebeple, mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülen Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Diğer çarpan metodlarından Firma Değeri/Net Satışlar, Piyasa Değeri/Net Kar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Bu çarpan metodlarından FD/Net Satış, PD/Net Kar ve PD/Defter Değeri yöntemlerinin Şirket'in faaliyetleri gereği ve bulunduğu sektör nedeniyle uygun olmadığı değerlendirilmiştir. Sonuç olarak, daha uygun bulunan operasyonel karlılık ve performans göstergesi olarak FAVÖK değerine göre çarpan yöntemi uygulanmıştır. Demir çelik sektöründe benzer şirketlerin duran varlık yatırımlarının hem yatırım tutarları hem yatırım zamanlamaları açısından farklılık göstermesi nedeniyle amortisman giderleri de farklı seviyelerde oluşmaktadır. Bu nedenle nakit olmayan amortisman giderleri faaliyet giderlerine eklenmesi suretiyle elde edilen FAVÖK değerinin benzer şirketlerin operasyonel performansını karşılaştırabilmek adına dikkate alınmıştır. Ayrıca demir-çelik sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarının oldukça farklılaşması, dolayısıyla benzer satış seviyelerinin çok farklı karlılık seviyelerinde gerçekleştirilebilmesi dolayısıyla FD/Net Satış çarpanı kullanılmamıştır. Özellikle yurt dışı benzer şirketler için farklı ülkelerdeki farklı vergi oranları ve finansman koşulları net kar ve özkaynakları doğrudan etkileyebileceğinden PD/Net Kar ve PD/Defter Değeri çarpanları değerlemeye dahil edilmemiştir.

Yurt içi ve yurt dışında yer alan halka açık benzer şirketlerin merkez ülkeleri, faaliyet alanları ve piyasa değerleri hakkındaki bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Yurt içi Benzer Şirketler

Tablo 17: Yurt içi Benzer Şirketler – BIST Metal Ana Endeksi

Şirket	PD (mn ABD Doları)	Açıklama
Eregli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.S.	8.714	Entegre yassı çelik, sıcak ve soğuk haddelenmiş sac, levha ile kalay, krom ve çinko kaplamalı sac üretmektedir. Ürünlerini otomotiv, beyaz eşya, enerji, inşaat, gemi makine imalatı, ağır sanayi gibi sektörlere satmaktadır.

Iskenderun Demir ve Çelik A.S.	5.475	Rulo veya sac ve levha gibi sıcak haddelenmiş yassı çelik ürünleri üretip satmaktadır. Ayrıca köşebentlerin ve profillerin üretimi için yapısal çelik ve farklı alaşım ve özelliklerle kütükler de sunmaktadır.
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.S.	1.195	Filmaşın, demiryolu rayları ve tekerlekleri, profiller, inşaat demirleri, yuvarlak çubuklar, kütükler, pik demir ürünleri, kok ürünleri ve çeşitli profiller üretip satmaktadır.
Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.S.	410	Şarj malzemesi olarak kullanılan blister bakır, külçe bakır, hurda bakır ve sirküle bakır, anot üretimi, bakır boru, lama ve profil üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.S.	293	Çelik boru üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir. Enerji ve otomotiv sektörü için ürünler ve ayrıca su hattı boruları üretimi gerçekleştirmektedir.
Izmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	278	Çelik yarı mamül ve nihai çelik ürünlerini üretip satmaktadır.
Döktas Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.S.	240	Otomotiv, ağır ticari araçlar, iş ve tarım makinaları ve makina imalatı sektörlerine pik, sfero ve alüminyum döküm ve demir döküm parça üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir.
Erciyas Çelik Boru Sanayi A.S.	219	Spiral kaynaklı çelik borular üretip satmaktadır. Petrol ve doğalgaz hat boruları, su boru hatları, kazık ve yapı boruları gibi ürünler bulunmaktadır.
Çemtas Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.S.	164	Karbon, yapısal yüzey sertleştirme, yay, mikro alaşımlı, otomat, paslanmaz, bor ve karbon takım ve yatak çeliklerinin ve tavlama çelikleri üretip satmaktadır.
Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret A.S.	158	Dikişli çelik, galvanizli ve siyah, su ve gaz boruları; kare ve dikdörtgen kutu profiller; sanayi boruları; kazan ve buhar boruları üretip satmaktadır.
Yukselen Celik A.Ş.	76	Karbon çelikler, alaşımlı çelikler ve takım çelikleri gibi vasıflı çelik üretim ve satışı gerçekleştirmektedir.
Çemas Döküm Sanayi A.S.	70	Krom içeren alaşımlı beyaz dökme demir, pik,sfero parçalar, talaşlı imalat, otomotiv parçaları, beyaz eşya parçaları, makine parçaları, bilya, silpeps üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.
Panelsan Cati Cephe Sistemleri Sanayi Ve Ticaret A.S.	60	Yalıtımlı sandviç cephe panel üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
Cuhadaroglu Metal Sanayi ve Pazarlama A.S.	48	Alüminyum profil üretim ve satışı gerçekleştirmektedir.
Tugçelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi Ve Ticaret A.S.	30	Basınçlı alüminyum döküm sektöründe faaliyet göstermektedir. Satışlarının çoğunluğu otomotiv sektörüne gerçekleştirmektedir.
Demisas Döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş.	29	Demir döküm ürünleri üretip satmaktadır. Fren diskleri, kampanalar, volanlar, baskı plakaları, egzoz manifoldları, kıvrımlar, fren ve motor braketleri, fren güvenlik parçaları, salıncaklar, hücre konektörü ve destek parçaları, kompresör gövdeleri, pompa gövdeleri, valf gövdeleri, ray bağlantı bileşenleri, iskele bağlantı parçaları üretip satmaktadır.
Çelik Halat ve Tel Sanayii A.S.	23	Çelik halat, çelik tel ve ön germeli beton demeti üretim ve satışının gerçekleştirmektedir.
Bms Celik Hasir Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	20	Çelik hasır, soğuk çekme çubuklar ve kangallar üretim ve satışının gerçekleştirmektedir.

Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.S.	18	Ağır makineler, çelik dökümler, yüksek kırma kapasiteli sabit-mobil taş kırma ve eleme tesisleri ve endüstriyel vanalar üretip satmaktadır.
Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.S.	11	Döküm, makine ve endüstriyel vanalar üretip satmaktadır.

Yurt içi benzer şirket çarpanları için BIST Metal Ana Endeksi ve BIST Sınai Endeksi çarpan değerleri dikkate alınmıştır. Söz konusu benzer şirketlerin faaliyetleri, ürün portföyü, hedef pazarları ve karlılıkları Kocaer Çelik ile birebir örtüşmemektedir. Fakat ilgili endekslerdeki şirketlerin Türkiye’de bulunması, buldukları coğrafya ve sektör dinamikleri açısından Kocaer Çelik’e benzerlik göstermeleri sebebi ile değerlendirilmede yer verilmiştir. Maliyet ve finansman yapısı, üretim süreci ve satış yaptıkları müşterilerin sektördeki yerleri bakımından Kocaer Çelik ile benzerlik göstermektedir. İlgili endekslerin Türkiye’de demir-çelik ve sanayi sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar olması sebebi ile gösterge niteliği taşıdığı düşünülmektedir.

Yurt dışı Benzer Şirketler

Tablo 18: Yurt dışı Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	PD (mn ABD Doları)	Açıklama
CHINA STEEL CORP	Tayvan	17.606	Çeşitli çelik ürünleri, sıcak ve soğuk haddelenmiş rulo ve levhalar, filmaşinler, çelik levhalar ve çelik çubuklar üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir.
GRUPO SIMEC	Meksika	4.845	Uzun çelik ürünleri, inşaat demiri, filmaşin, hasır, yapısal çelik profiller üretip, otomotiv, inşaat, madencilik, enerji, imalat, el aletleri, havacılık gibi sektörlere satmaktadır.
VOESTALPINE	Avusturya	4.553	Otomotiv, beyaz eşya, demiryolu ekipmanları, petrol ve gaz sektörlerine yassı ve uzun çelik ürünleri üretip satmaktadır.
TERNIUM ARGENTINA	Arjantin	4.490	Otomotiv, ev aletleri, inşaat, tarım, paketleme ve nakliye sektörleri için çelik levhalar ve şeritler üretip satmaktadır.
INDUSTRIAS CH S.A.B.	Meksika	4.316	Uzun çelik ürünleri, inşaat demiri, filmaşin, hasır, yapısal çelik profiller ve kaynaklı borular üretip satmaktadır. Otomotiv, inşaat, madencilik, enerji, imalat, el aletleri, havacılık gibi sektörlere hizmet vermektedir.
HYUNDAI STEEL	Güney Kore	4.216	Çelik çubuklar, H-profiller, sıcak ve soğuk haddelenmiş çelik, diğer çelik sac ürünleri üretip satmaktadır.
BEKAERT NV	Belçika	2.134	Çelik tel dönüştürme ve kaplama ile çelik tel ürünleri ve halatlar üretmektedir.
YAMATO KOGYO	Japonya	2.025	Telekomünikasyon, petrol ve gaz üretimi, enerji taşımacılığı, tarım sektörlerine satış gerçekleştirmektedir.
CHUNG HUNG STEEL	Tayvan	1.577	Çeşitli demiryolu ve çelik ürünleri üretir, işler ve pazarlar. Şirket ayrıca gemi inşası ve tesis mühendisliği için ağır sanayi işlemesi sağlar. Yamato Kogyo, Amerika Birleşik Devletleri, Tayland ve Bahamalar'da ortak girişimler ve yan kuruluşlar aracılığıyla faaliyet göstermektedir.
FENG HSIN STEEL	Tayvan	1.428	Sıcak ve soğuk haddelenmiş çelik saclar ve çelik borular üretip satmaktadır.
			Çeşitli çelik ürünleri üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.

TUNG HO STEEL ENTERPRISE	Tayvan	1.409	Çelik çubuklar, H-profiller, çelik çerçeveler, çelik levhalar ve takviyeler üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
YIEH UNITED STEEL	Tayvan	967	Sıcak ve soğuk haddelenmiş paslanmaz çelik rulo ve levhalar, paslanmaz çelik kütükler üretip satmaktadır.
SWISS STEEL HOLDING	İsviçre	790	Uzun çelik ürünler ve paslanmaz, asit ve ısıya dayanıklı çelikler üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
HSIN KUANG STEEL	Tayvan	536	Çelik saclar, özel çelikler, sıcak haddelenmiş çelik saclar, paslanmaz çelik ve çelik yapılar olmak üzere çeşitli çelik ürünleri üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.
AL YAMAMAH STEEL INDUSTRIES	Suudi Arabistan	521	İnşaat, elektrik ve telekomünikasyon sektörlerinde kullanılmak üzere aydınlatma ve iletim direkleri, yüksek direkler, iletim hatları, telekom kuleleri metal ürünlerini üretip satmaktadır.
KISWIRE	Güney Kore	508	Gemi inşa ve inşaat sektörleri için elektrik telleri ve yaylar için tel halatlar üretmektedir.
MAHARASHTRA SEAMLESS	Hindistan	479	Karbon ve alaşımli çelik borular ve döküm boruları üretip satmaktadır.
SEAH BESTEEL HOLDINGS	Güney Kore	477	Özel çelik, ağır dövme, yay çeliği, rulman çelikleri, otomobil parçaları, akslar, ağır dövme çelik ürünler üretip satmaktadır.
RAMKRISHNA FORGINGS	Hindistan	326	Demir ve çelik dövme üretimi gerçekleştirmektedir. Otomobil endüstrisi için parçalar, demiryolları, havacılık, savunma, taşımacılık, inşaat ekipmanları ve maden gibi sektörlere satılmaktadır.
SHENG YU STEEL	Tayvan	324	Soğuk haddelenmiş, galvanizli ve boyalı çelik ruloların yanı sıra çinko kaplı saclar da üretmektedir. Mimari paneller, çatılar ve yanmaz dış cephe kaplamaları da üretmektedir.
NORTHWEST PIPE	ABD	295	Kaynaklı çelik boru üretmektedir. Su iletimi için kullanılan büyük çaplı, yüksek basınçlı çelik boru ürünleri üretmektedir. Çeşitli inşaat, enerji, tarım, endüstriyel ve mekanik uygulamalar için daha küçük çaplı, elektrik dirençli kaynaklı borular üretmektedir.
RAMADA INVESTIMENTOS	Portekiz	192	Depolama sistemleri, ağaç kesme faaliyetleri için alet, makine ve parça yapımı, plastik kalıplar, beyaz eşya ve elektronik eşyalar için çelik üretimi gerçekleştirmektedir.
ANN JOO RESOURCES	Malezya	187	Yapı ve inşaat malzemeleri ile demir ve çelik ürünleri ticareti gerçekleştirmektedir.
MITSUBISHI STEEL MFG	Japonya	129	Yaylar, dökme ve dövme çelik ürünler, çevre ekipmanları ve özel çelik ürünler üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
AL JAZEERA STEEL PRODUCTS	Umman	121	Borular, kanallar, köşebentler, daireler, kareler, yuvarlaklar ve deforme çubuk borular üretmektedir.

5. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler

Şirket'in 2021 yılında satış gelirlerinin %77'si ihracattan veya ihraç kayıtlı satışlardan elde edilmiştir. 31.03.2022 tarihinde sona eren son 3 aylık dönemde satış gelirlerinin %84'ü ihracattan veya ihraç kayıtlı satışlardan gerçekleşmiştir. Şirket, 6 kıtada 140 ülkeye ihracat gerçekleştirmektedir. Şirket ihracatının bir

kısmı doğrudan ihracat, bir kısmı da dünyanın birçok bölgesinde gerçekleştirilen projeler için yurt içinde yer alan mühendislik ve uygulayıcı firmalara yapılan ihraç kayıtlı satışlardır. İhraç kayıtlı satışların tahsilatları yabancı para cinsinden yapılmaktadır. Şirket sektör uygulamalarına paralel olarak, tüm kotasyonlarını yabancı para cinsinden vermekte olup ürün fiyatlamasını ve satışlarını ağırlıklı olarak yabancı para üzerinden gerçekleştirmektedir. Şirket'in yurt içi, ihracat ve ihraç kayıtlı satışlarından elde ettiği satış gelirinin 2019, 2020 ve 2021 yılları itibarıyla toplam satış gelirleri içindeki yabancı para cinsi payı sırasıyla %87, %89 ve %85 gerçekleşmiştir. 31.03.2022 tarihinde sona eren son 3 aylık dönemde toplam satış gelirleri içindeki yabancı para cinsi pay %93 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla Şirket ağırlıklı olarak ABD Doları para birimi üzerinden satış yapmakta olup, hammadde alımlarını da ağırlıklı olarak ABD Doları para birimi olarak gerçekleştirmektedir. Bu sebeple değerlemede projeksiyonlar ABD Doları para birimi cinsinden oluşturulmuş olup, nihai değer 13.05.2022 tarihli TCMB alış kuru üzerinden Türk Lirası'na çevrilmiştir. Çarpan analizlerinde kullanılan FAVÖK değeri için 31.03.2022 ve 31.12.2021 tarihli Bağımsız Denetim Raporları kullanılarak 01.04.2021 – 31.03.2022 dönemini kapsayan son 12 aylık finansal veriler kaynak oluşturmuştur. Söz konusu FAVÖK değerleri Bağımsız Denetim Raporu'ndan Türk Lirası olarak hesaplanmış olup, son 12 ay ABD Doları ortalama kuru kullanılarak çevrilmiştir (mali dönemler için TCMB alış, ABD Doları Ortalama Kuru: 2021 ilk çeyrek ortalama: 7,3918, 2021 yıllık ortalama: 8,9091, 2022 ilk çeyrek ortalama: 13,9476). Benzer şirketler çarpan analizinde kullanılan FAVÖK hesaplaması gerçekleştirilirken, son 12 aylık dönemdeki toplam net etkisi 41,4 milyon ABD Doları olan ve Şirket'in esas faaliyet karı içinde yer alan esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri, ihtiyatlılık gereği dahil edilmemiştir.

Tablo 19: Değerlemeye Baz Oluşturan Veriler

31.03.2022'de sona eren mali dönem (son 12 ay)	ABD Doları
FAVÖK	123.786.042
Düzeltilmiş FAVÖK	82.365.541

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Piyasa değeri hesaplanırken net finansal borç, firma değerinden çıkarılmaktadır. Söz konusu net borç rakamı Bağımsız Denetim Raporu'ndan Türk Lirası olarak alınmış olup, 31.03.2022 ABD Dolar kuru ile çevrilmiştir. (31.03.2022 TCMB alış ABD Dolar Kuru: 14,6371)

Tablo 20: Değerlemeye Baz Oluşturan Net Borç

31.03.2022	ABD Doları
Toplam Finansal Borç	119.050.468
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	15.159.712
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar (-)*	26.725.764
Net Finansal Borç	77.164.992

* İlişkili Taraflardan Diğer Alacakların 391.187.677 TL'lik kısmı Şirket'in bağlı ortaklıkları olan ve ana faaliyetleri ev tekstili olan Çakra Mağazacılık Ticaret ve A.Ş. ve Kocaer Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 31.12.2021 tarih ve 35-36 numaralı yönetim kurulu kararları ile KCR Tekstil A.Ş.'ne satılmasından kaynaklanan alacaklardan oluşmaktadır. Halka arz kapsamında Hakan Kocaer tarafından gerçekleştirilecek ortak satışı ile eş zamanlı olarak bu borcun ilişkili taraf tarafından ödeneceği taahhüt edildiği için net finansal borç hesaplamasına nakit olarak dahil edilmiştir.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Nispetiye Mah. Büyükdere Cad. Kıt. Kat.
 Kat. Binası No:215 Kat:7 34394 Şişli - İST.
 İstanbul Ticaret Odası 338650
 Mersis No: 0-3880-1045-3300018
 Boğaziçi Kurumlar V.D. 3880/04535
 www.qnbfi.com

6. Değerleme

A) İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Yöntemi

Projeksiyonlar

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 2022 ile 2027 yılları arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışma kapsamında Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar, Kocaer Çelik'in ürün grubu bazında gelir kırılımları ve bağımsız denetçi raporu verilerinden faydalanılmıştır.

1- Gelir Tablosu

Şirket'in gelir tablosu oluşturulurken tüme varım yaklaşımı kullanılmıştır. Bu doğrultuda projeksiyon dönemi boyunca, Kocaer Çelik'in cirosunu oluşturan ürün grupları ve yeni ürünler için Şirket'in stratejik hedefleri ve sektör dinamikleri doğrultusunda satış hacmi öngörüsü yapılmıştır.

Şirket'in cirosu ürün gruplarına ayrıştırılmış olup, sözkonusu kırılım kapsamında ürün birim fiyat ve satış hacimleri öngörülmüştür.

Net Satışlar

Kocaer Çelik'in net satışları projekte edilirken, projeksiyon dönemi boyunca ürün grupları bazında satış hacimleri ve birim satış fiyatları kullanılmıştır.

I ve H Şekilli Çelik Profiller satış hacmi, 2021 yılında bir önceki yıla göre %15 artış göstermiştir. I ve H Şekilli Çelik Profiller için projeksiyon dönemi boyunca yurt içinde %3,65 ve yurt dışında %3,08 büyüme beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca toplam satış hacminin ortalama %14'ünün I ve H Şekilli Çelik Profiller'den elde edilmesi öngörülmektedir. Katma Değerli Ürün satış hacimlerinin projeksiyon dönemi boyunca toplam satış hacminden ortalama %35 pay alması beklenmektedir. 2020 yılında U ve C Şekilli Çelik Profiller ürün grubunda yapılan satışlar düşüş göstermiştir. 2022 sonrasında söz konusu ürünün toplam satış hacminden ortalama %16 pay alması beklenmektedir. Yapısal Çelik Profiller, 2019 yılında toplam satış hacminin %58'ini oluşturmaktayken, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %56 ve %50'sini oluşturmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca kademeli bir şekilde ürün portföyü içerisinde aldığı oranın düşerek toplam satış hacminin ortalama %36'sını oluşturması beklenmektedir. Katma Değerli Ürün üretimini arttırması beklenmekte ve 2022, 2023 yıllarında sırasıyla %88 ve %60 büyüme gerçekleştirmesi öngörülmektedir. Şirket Katma Değerli Ürün gruplarında mevcut siparişleri ile 2022 ve 2023 yılları için kapasitesini planlayabilmekte ve satış tahminlerini yapabilmektedir. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca izleyeceği strateji kapsamında ABD, İngiltere ve Avrupa pazarlarında etkinliğini arttırmayı hedeflemekte olup, bu kapsamda Katma Değerli Ürün satışlarının 2021-2027 yılları arasında YBBO %23 büyümesi beklenmektedir. Servis Merkezi ve 2022 yılında devreye alınan Galvaniz Fabrikası'nın etkisi ile birlikte Katma Değerli Ürün grubunda artış trendinin devam etmesi hedeflenmektedir.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Prizital
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34394 Şişli - İST.
İstanbul Ticaret Odası: 333357
Mersis No: 0-3880-1045-3800018
Egemen Kurumlar V.D: 3880104533
www.qnbfi.com

Tablo 21: Kocaer Çelik Gelir Projeksiyonları

Satış Hacimleri (ton)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
I ve H Şekilli Çelik Profiller	82.213	75.908	87.168	83.986	86.984	90.089	93.305	96.637	100.087
Büyüme Oranı, %		-%7,67	%14,83	-%3,65	%3,57	%3,57	%3,57	%3,57	%3,57
Toplam İçindeki Payı, %	%16,14	%16,70	%17,54	%15,48	%13,60	%13,61	%13,61	%13,62	%13,62
YURT DIŞI	68.593	62.543	69.692	71.696	74.316	77.031	79.845	82.762	85.786
Büyüme Oranı, %		-%8,82	%11,43	%2,88	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65
YURT İÇİ	13.619	13.365	17.476	12.290	12.668	13.058	13.460	13.874	14.301
Büyüme Oranı, %		-%1,87	%30,76	-%29,67	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08
Katma Değerli Ürün	27.474	32.838	73.144	137.226	220.000	227.963	236.215	244.766	253.626
Büyüme Oranı, %		%19,52	%122,75	%87,61	%60,32	%3,62	%3,62	%3,62	%3,62
Toplam İçindeki Payı, %	%5,39	%7,22	%14,72	%25,29	%34,40	%34,43	%34,46	%34,49	%34,5
YURT DIŞI	27.440	32.667	72.585	129.798	207.000	214.563	222.402	230.528	238.951
Büyüme Oranı, %		%19,05	%122,20	%78,82	%59,48	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65
YURT İÇİ	34	170	559	7.428	13.000	13.400	13.812	14.238	14.676
Büyüme Oranı, %		%394,66	%228,13	%1228,87	%75,00	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08
U ve C Şekilli Çelik Profiller	103.592	89.978	89.082	99.099	102.621	106.268	110.045	113.957	118.009
Büyüme Oranı, %		-%13,14	-%1,00	%11,24	%3,55	%3,55	%3,55	%3,55	%3,56
Toplam İçindeki Payı, %	%20,33	%19,79	%17,92	%18,26	%16,05	%16,05	%16,05	%16,06	%16,06
YURT DIŞI	83.406	71.340	67.919	81.894	84.886	87.988	91.202	94.534	97.988
Büyüme Oranı, %		-%14,47	-%4,80	%20,58	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65
YURT İÇİ	20.185	18.638	21.163	17.205	17.734	18.280	18.843	19.423	20.020
Büyüme Oranı, %		-%7,66	%13,55	-%18,70	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08
Yapısal Çelik Profiller	296.174	255.921	247.620	222.384	229.949	237.773	245.865	254.235	262.891
Büyüme Oranı, %		-%13,59	-%3,24	-%10,19	%3,40	%3,40	%3,40	%3,40	%3,40
Toplam İçindeki Payı, %	%58,14	%56,29	%49,82	%40,98	%35,95	%35,91	%35,87	%35,83	%35,79
YURT DIŞI	178.951	142.020	154.775	125.160	129.733	134.473	139.386	144.479	149.757
Büyüme Oranı, %		-%20,64	%8,98	-%19,13	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65	%3,65
YURT İÇİ	117.223	113.901	92.845	97.224	100.216	103.300	106.479	109.756	113.134
Büyüme Oranı, %		-%2,83	-%18,49	%4,72	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08	%3,08
Genel Toplam	509.453	454.645	497.014	542.695	639.553	662.093	685.430	709.594	734.614
Büyüme Oranı, %		-%10,76	%9,32	%9,19	%17,85	%3,52	%3,52	%3,53	%3,53

Şirket'in satışları; I ve H Şekilli Çelik Profiller, Katma Değerli Ürün, U ve C Şekilli Çelik Profiller ve Yapısal Çelik Profilleri satışlarından oluşmaktadır. Her bir ürün kırılımı için satış rakamlarına, birim satış fiyatı ve satış hacmi (ton) kullanılarak ulaşılmıştır. 2021 yılında yurt dışı pazara yönelik satılan Katma Değerli Ürün yatırımlarının etkisi ile yüksek artış eğilimi yakalanmıştır. Katma Değerli Ürün satışları Şirket'in gelecek büyüme stratejisi için önem arz etmektedir. Şirket Katma Değerli Ürün satışlarına 2019 yılında ağırlık vermeye başlamış olup, 2021 yılında bir önceki seneye göre ABD Doları bazında yaklaşık %123 büyüme kaydederek güçlü bir ivme yakalamıştır. 2022 yılında Katma Değerli Ürün'lere artan talep ve Şirket'in stratejik odaklılığı kapsamında Katma Değerli Ürün satışlarında güçlü büyüme beklenmektedir. 2019 yılında toplam satış hacminin %5'ini oluşturan Katma Değerli Ürün satış hacmi 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla toplam satış hacminin %7 ve %15'ini oluşturmuştur. 2022'de toplam satış hacminin %25'inin Katma Değerli Ürün olması beklenmektedir. 2023'de toplam satış hacminin %34'ünün Katma Değerli Ürün olması beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca Katma Değerli Ürün satış hacminin %34 seviyelerinde devam

edeceği varsayılmıştır. Söz konusu ürün grubunun brüt kar marjının, diğer ürünlere göre yüksek olduğu bilinmekte olup, ilgili satış büyümesinin Şirket'in brüt kar marjını da olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.

Tablo 22: Hammadde Fiyat Varsayımları (USD/ton)

Hammadde Fiyat Varsayımı	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hurda Fiyatı (USD/ton)	287	280	465	558	558	558	558	558	558
Kütük Primi (USD/ton)	163	145	185	122	122	122	122	122	122
Kütük Fiyatı (USD/ton)	450	425	650	680	680	680	680	680	680

Kütük fiyatının şu anki seviyelerinden 2022 yılı içerisinde 680 USD/ton seviyelerinde gerçekleşerek, projeksiyon dönemi boyunca da 680 USD/ton sabit kalacağı varsayılmıştır.

Tablo 23: Ürün Grubu Bazında Spread Varsayımları (USD/ton)

Spread (USD/ton)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
I ve H Şekilli Çelik Profiller	124	131	175	237	144	137	137	137	137
YURT DIŞI	128	131	183	232	147	140	140	140	140
YURT İÇİ	103	130	142	264	125	119	119	119	119
Katma Değerli Ürün	215	331	417	437	466	466	466	466	466
YURT DIŞI	215	332	418	447	476	476	476	476	476
YURT İÇİ	151	205	167	275	300	300	300	300	300
U ve C Şekilli Çelik Profiller	125	128	209	230	155	148	148	148	148
YURT DIŞI	127	129	224	225	160	152	152	152	152
YURT İÇİ	116	124	161	252	134	127	127	127	127
Yapısal Çelik Profiller	127	124	166	232	139	132	132	132	132
YURT DIŞI	127	118	175	238	140	133	133	133	133
YURT İÇİ	128	132	151	225	137	130	130	130	130
Genel Toplam	131	141	212	284	255	250	250	250	250

Katma Değerli Ürün Spread'leri için 2022T ve 2023T Spread'leri hesaplanmış ve 2023T için hesaplanan Spread projeksiyon dönemi boyunca sabit kullanılmıştır.

Katma Değerli Ürün'ler dışındaki ürün grupları için Spread'ler 2022T Spread seviyelerinden daha aşağıda seviyelerde normalize edileceği varsayılmıştır ve 2023T için 2019, 2020, 2021 ortalama üç yıllık Spread'i kullanılmıştır. 2024T için Spread seviyeleri %5 azaltılmıştır. Geri kalan projeksiyon dönemi için Spread seviyesi 2024T Spread seviyesi sabit devam edeceği varsayılmıştır.

Tablo 24: Ürün Grubu Bazında Satış Fiyatları Varsayımları (USD/ton)

Satış Fiyatları (USD/ton)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
I ve H Şekilli Çelik Profiller	574	556	825	917	824	817	817	817	817
YURT DIŞI	578	556	833	912	827	820	820	820	820
YURT İÇİ	553	555	792	944	805	799	799	799	799
Katma Değerli Ürün	665	756	1.067	1.117	1.146	1.146	1.146	1.146	1.146
YURT DIŞI	665	757	1.068	1.127	1.156	1.156	1.156	1.156	1.156
YURT İÇİ	601	630	817	955	980	980	980	980	980
U ve C Şekilli Çelik Profiller	575	553	859	910	835	828	828	828	828
YURT DIŞI	577	554	874	905	840	832	832	832	832
YURT İÇİ	566	549	811	932	814	807	807	807	807
Yapısal Çelik Profiller	577	549	816	912	819	812	812	812	812
YURT DIŞI	577	543	825	918	820	813	813	813	813
YURT İÇİ	578	557	801	905	817	810	810	810	810
Genel Toplam	581	566	862	964	935	930	930	930	930

Spread tahminlerine kütük fiyatı eklenerek her bir ürün grubu için satış fiyatları hesaplanmıştır. Hesaplanan satış fiyatları ile satış hacimleri çarpılarak her bir ürün grubu bazında hasılat hesaplanmıştır.

Tablo 25: Hasılat Projeksiyonları

Hasılat (mn USD)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
I ve H Şekilli Çelik Profiller	47,2	42,2	71,9	77,0	71,7	73,6	76,2	78,9	81,8
YURT DIŞI	39,6	34,8	58,1	65,4	61,5	63,2	65,5	67,9	70,3
YURT İÇİ	7,5	7,4	13,8	11,6	10,2	10,4	10,8	11,1	11,4
Katma Değerli Ürün	18,3	24,8	78,0	153,3	252,1	261,3	270,7	280,5	290,7
YURT DIŞI	18,3	24,7	77,6	146,2	239,4	248,1	257,2	266,6	276,3
YURT İÇİ	0,0	0,1	0,5	7,1	12,7	13,1	13,5	13,9	14,4
U ve C Şekilli Çelik Profiller	59,5	49,8	76,5	90,1	85,7	88,0	91,1	94,3	97,7
YURT DIŞI	48,1	39,5	59,4	74,1	71,3	73,2	75,9	78,7	81,5
YURT İÇİ	11,4	10,2	17,2	16,0	14,4	14,8	15,2	15,7	16,2
Yapısal Çelik Profiller	171,0	140,6	202,1	202,9	188,3	193,0	199,6	206,4	213,4
YURT DIŞI	103,3	77,1	127,7	114,9	106,4	109,3	113,3	117,5	121,7
YURT İÇİ	67,7	63,5	74,4	88,0	81,9	83,7	86,3	88,9	91,7
Toplam*	296,0	257,4	428,5	523,4	597,8	615,8	637,6	660,2	683,5

*ABD doları bazlı projeksiyon yapılırken, geçmiş yıllara ait satış kırılımları Şirket'in ABD doları kayıtlarına baz alınarak yapılmıştır. Ayrıca, diğer satışlar dahil edilmemiştir.

Satılan Malın Maliyeti

Tablo 26: Satılan Malın Maliyeti Projeksiyonları

Satışların Maliyeti (mn USD)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Mal Maliyeti	-20,4	-24,1	-34,3	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Mamul Maliyeti	-236,6	-192,8	-319,6	-367,2	-433,1	-448,4	-464,3	-480,7	-497,8
Hizmet Maliyeti	-1,5	-1,7	-2,2	-2,4	-2,9	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3
Enerji Maliyeti	-5,2	-4,4	-7,8	-20,3	-21,8	-21,1	-21,9	-23,0	-24,1
Personel Ücret ve Giderleri	-9,5	-6,8	-8,8	-9,3	-9,5	-9,2	-9,2	-9,6	-10,0
Amortisman Giderleri	-6,0	-5,6	-4,9	-5,9	-7,6	-8,6	-9,1	-9,6	-10,2
Kira Giderleri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam	-279,2	-235,5	-377,7	-406,9	-476,6	-492,1	-509,3	-527,9	-547,2

Projeksiyon dönemi boyunca, satılan malın maliyetinin ortalama %91'ini, mamul maliyeti/hammadde oluşturmaktadır. Hizmet maliyeti, enerji maliyeti ve personel ücret ve giderleri Kocaer Çelik'in satılan malın maliyetini oluşturan diğer ana maliyetleridir. Mamül maliyeti birim kütük fiyatı ile tahmini üretim hacminin çarpılması ile hesaplanmaktadır. Ticari satış maliyeti, projeksiyon dönemi için kütük maliyeti olan 680 USD/ton birim maliyet kullanılmış ve sabit tutularak, tahmini ticari satış hacimleri ile çarpılarak ticari mamül maliyeti bulunmuştur. Enerji maliyeti, doğalgaz ve elektrik geçmiş dönem tüketim verilerinin tahmini üretim hacim artış oranları kadar artırılması doğrultusunda hesaplanan toplam tüketim miktarlarının birim elektrik ve doğalgaz fiyatları ile çarpılması ile projeksiyonlara yansıtılmıştır. Doğalgaz birim maliyeti 0,6015625 USD/M³ sabit tutulmuştur. Elektrik birim maliyeti TRY/MWh tahmini enflasyon beklentileri ile projeksiyon dönemi boyunca büyütülmüştür. Ayrıca Şirket'in gerçekleştireceği GES ve RES yenilenebilir enerji yatırımlarının pozitif katkısı da hesaplamalara dahil edilmiştir. Personel ücret ve giderleri, 31.03.2022 itibarıyla 802 olan üretimde çalışan personel sayısının projeksiyon dönemi sabit kalacağı varsayımı ile birim çalışan maliyetinin enflasyon tahmini ile büyütülmesi ile hesaplanmıştır. Kocaer Çelik'in brüt kar marjının projeksiyon döneminde ortalama %21 mertebesinde seyretmesi beklenmektedir.

Faaliyet Giderler

Tablo 27: Faaliyet Giderleri Projeksiyonları

Faaliyet Giderleri (mn USD)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Genel Yönetim Giderleri	-3,4	-3,0	-3,7	-3,1	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-16,6	-15,2	-31,5	-26,7	-31,4	-32,5	-33,7	-34,9	-36,1
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Toplam	-20,0	-18,2	-35,4	-30,0	-35,3	-36,6	-37,8	-39,2	-40,6

Tablo 28: Faaliyet Giderleri Varsayımları

Faaliyet Giderleri Varsayımları	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Faaliyet Giderleri/Ton (USD)	-39	-39	-71	-55	-55	-55	-55	-55	-55
Faaliyet Giderleri/Satışlar (%)	-%6,4	-%6,5	-%7,5	-%5,7	-%5,8	-%5,8	-%5,8	-%5,8	-%5,8

Şirket'in faaliyet giderlerinin yoğunluklu kısmı Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinden oluşmaktadır. Diğer faaliyet gider kalemleri ise Genel Yönetim Giderleri ve Araştırma Geliştirme Giderlerinden oluşmaktadır. 2021 yılında Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin net satışlara oranı %6,7, Genel Yönetim Giderlerinin net satışlara oranı %0,8 ve Araştırma Geliştirme Giderlerinin net satışlara oranı %0,04 olarak gerçekleşmiştir. Toplam faaliyet giderlerin net satışlara oranı %7,5 olarak gerçekleşmiş olup söz konusu oranın projeksiyon dönemi boyunca ortalama %5,9 olarak seyretmesi beklenmektedir. 2020 ve 2021 yılı için gerçekleşen ton başına faaliyet gideri rakamlarının ortalaması olan 55 USD/ton projeksiyon dönemi boyunca sabit tutularak, satış hacimleri ile çarpılması sonucu faaliyet giderleri tahmin edilmiştir.

Tablo 29: Kocaeli Çelik FAVÖK Tablosu

mn USD	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satışlar	314,1	280,4	473,3	523,4	597,8	615,8	637,6	660,2	683,5
değişim (%)		-%10,7	%68,8	%10,6	%14,2	%3,0	%3,5	%3,5	%3,5
Brüt Kar	35	45	96	116	121	124	128	132	136
Brüt Kar Marjı (%)	%11,1	%16,0	%20,2	%22,3	%20,3	%20,1	%20,1	%20,0	%19,9
FVÖK	14,9	26,7	60,2	86,5	85,8	87,2	90,5	93,1	95,7
FVÖK Marjı (%)	%4,7	%9,5	%12,7	%16,5	%14,4	%14,2	%14,2	%14,1	%14,0
Amortisman	6,4	6,0	5,7	5,9	7,6	8,6	9,1	9,6	10,2
FAVÖK	22,4	54,5	113,7	92,4	93,5	95,8	99,5	102,7	106,0
değişim (%)		%143,6	%108,5	-%18,7	%1,1	%2,5	%3,9	%3,2	%3,2
FAVÖK Marjı (%)	%7,1	%19,4	%24,0	%17,7	%15,6	%15,5	%15,6	%15,6	%15,5
Düzeltilmiş FAVÖK**	21,3	32,7	65,9	92,4	93,5	95,8	99,5	102,7	106,0
değişim (%)		%53,0	%101,9	%40,2	%1,1	%2,5	%3,9	%3,2	%3,2
FAVÖK Marjı (%)	%6,8	%11,6	%13,9	%17,7	%15,6	%15,5	%15,6	%15,6	%15,5

*Tabloda sunulan geçmiş veriler TL olarak hazırlanan bağımsız denetim raporu baz alınarak ve ABD doları karşılıkları yıllık ortalama kurlar kullanılarak hesaplanmıştır. Ayrıca geçmiş verilerde toplam hasılat içinde diğer satışlar dahildir.

**Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler hesaplamaya dahil edilmemiştir.

2- Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi tahminleri için, işletme sermayesine dahil edilen ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar kalemleri için 2019-2021 yılları arası gün sayıları, söz konusu bakiyelerin bilanço üzerindeki dönem başı ve dönem sonu tutarları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca ticari alacak ve stok bakiyeleri için 2021 yılı gün sayıları kullanılarak hesaplanmıştır. Ticari borç, ticari alacak ve stok günleri projeksiyon dönemi boyunca sırasıyla 30, 36, 32 gün olarak öngörülmüştür.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkezi: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kat: 10
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34398 Şişli /İST.
İstanbul Ticaret Odası 358657
Tic. Sic. No: 0-3880-1045-3500018
Bağlı Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbfi.com

Tablo 30: Kocaer Çelik Net İşletme Sermayesi Tablosu

Net İşletme Sermayesi (mn USD)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Alacaklar	31,6	29,5	39,1	43,3	49,4	50,9	52,7	54,6	56,5
Stoklar	47,5	36,4	46,9	51,9	59,3	61,1	63,2	65,5	67,8
Ticari Borçlar	26,9	23,0	32,8	35,3	41,3	42,7	44,2	45,8	47,5
İşletme Sermayesi	52,3	42,8	53,3	59,9	67,4	69,3	71,8	74,3	76,8
İşletme Sermayesi değişimi		-9,4	10,4	6,6	7,5	1,9	2,5	2,5	2,6

3- Yatırım Harcamaları

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca hedeflediği cirolar için ek bir kapasite yatırımı harcaması yapması gerekmediği varsayılmakta olup, idame ve bakım harcamaları yanısıra Şirket'in iç tüketimini karşılamak amacıyla gerçekleştireceği GES ve RES yatırımları da projeksiyon dönemi boyunca dahil edilmiştir.

Tablo 31: Kocaer Çelik Yatırım Harcamaları Tablosu

Yatırım Harcamaları (mn USD)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
İdame	1,4	2,0	8,5	8,5	9,4	10,3
Enerji	0,8	12,8				
Diğer	3,6	3,6	3,6			
Toplam	5,8	18,4	12,1	8,5	9,4	10,3

4- Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. 2022 – 2027 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Yöntemi'nde kullanılan risksiz getiri oranı için 13 Mayıs 2022 tarihli Bloomberg terminali Türkiye Devleti 10 yıllık ABD Doları cinsi Eurobond tahvili getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa riski primi olarak genel yaklaşım korunarak risk primi %6,5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Beta sistematik riski ölçmekte olup, pay getirilerinin borsa getirisi ile korelasyonunu göstermektedir. Kaldıraçsız beta hesaplanırken istatiki verilerden yararlanılarak, söz konusu payın ve borsa getirisinin kovaryansları borsa getirisinin varyansına bölünür. Beta için emsal şirketlere de bakılmış olup, Şirket'in öngörülen borsa getirisi ile korelasyonunun doğru yansıtmadığı düşünülmüştür. 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 kaldıraçlı beta 1 olarak kabul edilmiştir.

Kurumlar Vergisi oranı %23 olarak alınmıştır.

Sermaye Maliyeti = Risksiz Yatırım Getirisi + (Kaldıraçlı Beta) * (Piyasa Riski)

Sermaye Maliyeti yukarıdaki formül ile %16,0 olarak hesaplanmaktadır.

Hesaplamada 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 Sonrası Borçlanma Maliyeti = Borçlanma Maliyeti * (1 – Vergi Oranı)

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti yukarıdaki formül ile hesaplanarak %8,1 bulunmuştur.

AOSM = Sermaye maliyeti * (1 – (Borç/(Borç+Özkaynak)) + (Borçlanma maliyeti (Vergi sonrası) / (Borç/(Borç+Özkaynak)))

AOSM yukarıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır projeksiyon dönemi boyunca %12,04 olarak uygulanmıştır.

Tablo 32: AOSM Hesaplaması

AOSM	%12,04
Beta	1,00
Risksiz Getiri Oranı	%9,50
Risk Primi	%6,50
Sermaye Maliyeti	%16,0
Borçlanma Maliyeti	%10,5
Vergi Oranı	%23
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	%50
Özkaynaklar/(Borç+Özkaynaklar)	%50

İNA Sonucunda Bulunan Değerler

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır. İNA çalışmasında nihai dönem hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, mevcut enflasyon seviyeleri, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ile Şirket'in büyüme beklentileri de dikkate alınarak %1,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde 31 Mart 2022 tarihli net borç değeri kullanılmıştır. İNA analizinin indirgeme tarihi olarak gerçekleşen rapor tarihi olan olan 13 Mayıs 2022 dikkate alınmıştır.

Tablo 33: İNA Değerleme Tablosu

mn USD	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satışlar	523,4	597,8	615,8	637,6	660,2	683,5
değişim (%)	%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
değişim (%)	-%18,7	%1,1	%2,5	%3,9	%3,2	%3,2
FAVÖK Marjı (%)	%17,7	%15,6	%15,5	%15,6	%15,6	%15,5
Düzeltilmiş FAVÖK	92,4	93,5	95,8	99,5	102,7	106,0
değişim (%)	%40,2	%1,1	%2,5	%3,9	%3,2	%3,2
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)	%17,7	%15,6	%15,5	%15,6	%15,6	%15,5
Vergi	-20	-17	-17	-18	-19	-19
Yatırım	-6	-18	-12,10	-8,50	-9,35	-10,29
İşletme Sermayesi Değişimi	-6,6	-7,5	-1,9	-2,5	-2,5	-2,6
Serbest Nakit Akımları	60,1	50,4	64,3	70,5	72,3	74,0
AOSM	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0	%12,0
İskonto Faktörü	1,0	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8
	59	44	50	49	45	41
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	290					
Uç Büyüme Oranı	%1,0					
Uç Değer	377					
Firma Değeri	667					
Net Borç (-)	77					
Piyasa Değeri	590					

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Merkez: Etiler Mah. Büyükdere Cad. Nispetiye
 Kültür Binası No:215 Kat:6-7 34398 Şişli - İST.
 İstanbul Ticaret Odası: 332657
 Mersis No: 0-3880-1045-3500018
 Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
 www.qnbf.com

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 667 milyon ABD Doları ve Piyasa Değeri 590 milyon ABD Doları'dır. Çalışmanın uç büyüme oranı ve AOSM (-0,5%;+0,5%) duyarlılık analizi aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 34: Duyarlılık Analizi

ABD Doları		AOSM Duyarlılık		
		%11,5	%12,0	%12,5
Devam Eden Değer Duyarlılık	%0,5	600,0	571,8	545,9
	%1,0	620,3	589,9	562,3
	%1,5	642,5	609,8	580,1

B) Çarpan Analiz Yöntemi

Şirket'in piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak BIST Metal Ana Endeksi, BIST Sınai Endeksi ve Yurt Dışı Benzer Şirketler ayrı ayrı hesaplanmış olup, BIST Metal Ana Endeksi ve BIST Sınai Endeksi kendi içerisinde eşit ağırlıklandırılarak Yurt İçi Benzer Şirketler çarpanı olarak kullanılmıştır. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpanı ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanı aynı ağırlıklandırma ile nihai piyasa değeri hesaplamasına dahil edilmiştir. FAVÖK çarpanı şirketin operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Çarpanları dikkate alınan firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında yer almaktadır. Dikkate alınan benzer şirketlerden çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketler dikkate alınmamıştır. FD/FAVÖK hesaplanırken 15,0x üzeri ve 3,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. BIST Metal Ana Endeksi ve BIST Sınai Endeksi çarpan değerleri için "Rasyonet" platformu kullanılmış olup, 13.05.2022 tarihli piyasa verilerinden yararlanılmıştır. Yurt dışı Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 13.05.2022 kapanış tarihli "Bloomberg" platformu kullanılarak elde edilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler

FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanları, yurt içi benzer şirketlerin firma değerlerinin 31.03.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Kocaer Çelik'in 31.03.2022'de sonra eren hesaplanan 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır. Kocaer Çelik ile aynı veya benzer sektörlerde Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık şirketler ve ilgili endeksler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıda özetlenmiştir:


QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. 131/1 Kat: 11
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34398 ŞİŞLİ/İST.
İstanbul Ticaret Odası: 308657
Mersis No: 0-3880-1045-3500018
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbfi.com

Tablo 35: BIST Metal Ana Endeksi FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket	Firma Değeri		FD/FAVÖK
	(mn ABD Doları)	(mn ABD Doları)	
Eregli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.S.	9.148	3.150	2,9x
Iskenderun Demir ve Çelik A.S.	5.710	1.660	3,4x
Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.S.	844	547	1,5x
Sarkuysan Elektrolitik Bakir Sanayi ve Ticaret A.S.	584	102	5,7x
Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.S.	612	45	13,6x
Izmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	575	163	3,5x
Döktas Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.S.	422	32	13,0x
Erciyas Çelik Boru Sanayi A.S.	303	16	18,4x
Çemtas Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.S.	168	56	3,0x
Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret A.S.	174	30	5,7x
Yükselen Celik A.Ş.	92	22	4,2x
Çemas Döküm Sanayi A.S.	38	3	12,4x
Panelсан Cati Cephe Sistemleri Sanayi Ve Ticaret A.S.	47	12	4,0x
Cuhadaroglu Metal Sanayi ve Pazarlama A.S.	73	24	3,1x
Tugçelik Alüminyum Ve Metal Mamulleri Sanayi Ve Ticaret A.S.	42	7	6,2x
Demisas Döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş.	43	6	6,9x
Çelik Halat ve Tel Sanayii A.S.	36	9	4,0x
Bms Celik Hasir Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	21	5	4,0x
Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.S.	20	2	10,4x
Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.S.	12	0	82,5x
Medyan			5,70x

Tablo 36: Yurt içi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

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

Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı 5,81x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri **401 milyon ABD Doları** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 37: Yurt içi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer

ABD Doları	Değer
FAVÖK	82.365.541
Yurt içi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	5,81x
Hesaplanan Firma Değeri	478.273.961
Net Finansal Borç (-)	77.164.992
Hesaplanan Piyasa Değeri	401.108.970

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Merkezi: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal
 Kule Binası No:219 Kat:6-7 34398 Sarıyer - İST.
 İstanbul Ticaret Odası: 358657
 Mersis No: 0-3880-1005-3500018
 Poğazici Kurumlar V.D: 3880104535
 www.qnbfi.com

Yurt dışı Benzer Şirketler

FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanları, yurt dışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin firma değerlerinin 31.03.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Şirket'in 31.03.2022'de sonra eren hesaplanan son 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır. Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde yurt dışında faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 38: Yurt dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket	Firma Değeri (mn ABD Doları)	FAVÖK (mn ABD Doları)	FD/FAVÖK
CHINA STEEL CORP	24.167	3.873	6,2x
GRUPO SIMEC	4.054	742	5,5x
VOESTALPINE	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 HUNG 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
HSIN KUANG STEEL	864	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

Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 6,44x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri **453 milyon ABD Doları** olarak bulunmuştur.

Tablo 39: Yurt dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı ile Bulunan Değer

ABD Doları	Değer
FAVÖK	82.365.541
Yurt dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	6,44x
Hesaplanan Firma Değeri	530.614.441
Net Finansal Borç (-)	77.164.992
Hesaplanan Piyasa Değeri	453.449.449

7. Sonuç

Şirket Değerlemesinde Çarpan Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre bulunan değerlerin farklılıkları UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirlenen değerlerin farklılıkları anlaşılmasına ilişkin olarak seçim kriterleri tekrar değerlendirilmiştir. Şirket'in operasyonları, büyüme potansiyeli, pazar stratejisi, iş modeli ve bulunduğu coğrafya açısından birebir halka açık emsal şirket bulunmamaktadır. Şirket'in coğrafi açıdan yurt dışı emsal şirketlere kıyasla avantajlı konumda bulunduğu, iş modeli bakımından yurt içi demir-çelik sektöründe faaliyet gösteren şirketlere kıyasla daha katma değerli üretim yapabildiği düşünülmektedir. Bu sebepler ile İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri, çarpan yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değerlerinden daha yüksek bulunmaktadır. Ancak, tüm yöntemleri eşit oranda dikkate almak amacıyla İNA yöntemi ile bulunan değere, Yurt dışı Çarpan Değeri'ne ve Yurt içi Çarpan Değeri'ne eşit ağırlık verilmiştir. Bu bağlamda Kocaer Çelik'in piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 40: Piyasa Değeri ve Halka Arz Birim Pay Değeri Hesaplaması

Değerleme Özeti (ABD Doları)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurt içi 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

Bulunan ağırlıklandırılmış piyasa değeri 482 milyon ABD Doları tutarı, 7.392 milyon TL olarak hesaplanmakta ve birim pay değeri de 34,87 TL hesaplanmaktadır. Hesaplanan piyasa değerine %21 halka arz iskontosu uygulanmış, halka arz piyasa değeri 5.830 milyon TL ve halka arz birim pay fiyatı 27,50 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 41: Değerleme Sonucu ve Birim Pay Değeri

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri – ABD Doları	481.501.460
13.05.2022 TCMB ABD Doları / Türk Lirası Alış Kuru	15,35
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - Türk Lirası	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

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34399 Şişli/İST.
İstanbul Ticaret Odası: 338067
Mersis No: 0-3880-1045-3300018
Bağzıci Kurumlar V.D: 3880104531
www.qnbfi.com

8. EK-1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8.km No:156
06530 Ankara

18 Mayıs 2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kriptal
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34394 Şişli - İSTANBUL
İstanbul Ticaret Odası: 358697
Mersis No: 0-3880-1045-3500013
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbfi.com

İpek Hekimoğlu Okçular

Genel Müdür Yardımcısı

Kadir Alper Urgancı

Grup Yöneticisi