


KOÇ METALURJİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent
Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

16.04.2024

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 TİC. Sic. No: 270189
Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

KISALTMALAR

Kısaltma:	Tanım:
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Covid-19	Koronavirüs hastalığı
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnet	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu
Koç Metalurji	Koç Metalurji A.Ş. (“Şirket”, “İhraççı”)
MDV	Maddi Duran Varlıklar
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Rf	Risksiz Faiz Oranı
Rm	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
Re	Sermaye Maliyeti
Rp	Şirket Risk Primi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SM	Satırların Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, KOÇ METALURJİ ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “Koç Metalurji”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 22.11.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Rapor tarihi ile değerlendirme tarihi aynı olup 16.04.2024’dür.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi¹

Koç Metalurji, 18 Kasım 1993 tarihinde, “Koç Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.” ticaret unvanıyla, Payas Dörtyol/Hatay Organize Sanayi Sitesi’nde kurulmuştur. Şirket’in ticaret unvanı, 08.07.1996 tarihinde tescil edilen esas sözleşme değişikliği ile “Koç Haddecilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.” olarak değiştirilmiştir. 01.03.2004 tarihinde ise Şirket’in unvanı Koç Haddecilik Tekstil İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket’in merkezi 05.12.2006 tarihli genel kurul kararıyla Dörtyol/Hatay’dan Şişli/İstanbul’a taşınmıştır. Şirket’in ticaret unvanı 03.06.2016 tarihinde İstanbul Ticaret Siciline tescil edilen esas sözleşme değişikliği ile “Koç Metalurji A.Ş.” olarak değiştirilmiştir. Şirket’in kurucu ortakları Mahmut Nedim KOÇ, Ahmet KOÇ, Mehmet KOÇ, Salih KOÇ ve Adil KOÇ’tur. Şirket’in merkez adresi 17.04.2023 tarihli kararıyla Şişli/İstanbul’dan Karşıoş Mah. Demirciler Sok. Koç Metalurji No:7 İç Kapı No:1 Payas / Hatay adresine taşınmış olup, adres değişikliği 18.04.2023 tarihinde tescil ve 24.04.2023 tarih ve 10817 sayılı TTSG’de ilan edilmiştir.

Şirket, ana faaliyet konusu olan metal kütük, nervürlü betonarme demiri ve inşaat demiri üretimine ilaveten, 4 Kasım 2011 tarihinde, Şirket ile “T.C. Başbakanlık Vakıflar Genel Müdürlüğü” arasında inşaat sözleşmesi (kat karşılığı) imzalanmıştır. Şirket’in Payas/Hatay ve Toprakkale/Osmaniye’de üretim tesisleri bulunmaktadır. Şirket İstanbul Sanayi Odası’nın hazırlamış olduğu ISO-500 listesinde 2021 yılında 70’inci, 2022 yılında ise 192’inci sırada yer almıştır. Ayrıca, Şirket, Karaağaç/İskenderun’da 17 apartman ve 647 daireden oluşan “Koç Green Park” inşaatını tamamlamış ve 336 daireyi “T.C. Başbakanlık Vakıflar Genel Müdürlüğü’ne” 29 Aralık 2017 tarihinde teslim etmiştir.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

İşbu raporun 9 numaralı Sonuç bölümünde belirtildiği üzere, değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmış olup, gerekli düzeltme ve iskonto oranı uygulandıktan sonra **1.034.886.788 TL** tutarında hesaplanan Yatırım Amaçlı Gayrimenkul portföyü değerlendirme çalışmasına eklendiğinde, **10.337.286.916 TL** tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Bu değer Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (350.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi “Pay Değeri” **29,54 TL** olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %30,6 oranında halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına **20,50 TL**’lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

¹ Kaynak: İzahname

Tablo 1-a / Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (TL)	8.861.055.538		
- Net Nakit / (Borç) (TL)	-223.032.612		
<i>Nakit Durumu (TL)</i>	591.287.328		
<i>Finansal Borç (TL)</i>	-814.319.940		
- Özsermaye Değeri (TL)	8.638.022.926	60,00%	5.182.813.755
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1-Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	15,47		
- Özsermaye Değeri (TL)	12.423.438.661	20,00%	2.484.687.732
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (TL)</i>	817.675.347		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	12.646.471.273		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	-223.032.612		
FD/S Çarpan (x)	2,00		
- Özsermaye Değeri (TL)	21.646.061.916	0,00%	0
<i>Satışlar (TL)</i>	10.954.841.228		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	21.869.094.528		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	-223.032.612		
F/K Çarpan (x)	21,08		
- Özsermaye Değeri (TL)	1.666.648.958	0,00%	0
<i>Net Kar (TL)</i>	79.070.821		
PD/DD Çarpan (x)	3,31		
- Özsermaye Değeri (TL)	9.787.135.538	0,00%	0
<i>Düzeltilmiş Net Defter Değeri (TL)*</i>	2.958.886.159		
2.2-Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	10,27		
- Özsermaye Değeri (TL)	8.174.493.202	20,00%	1.634.898.640
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (TL)</i>	817.675.347		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	8.397.525.814		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	-223.032.612		
FD/S Çarpan (x)	1,08		
- Özsermaye Değeri (TL)	11.553.421.708	0,00%	0
<i>Satışlar (TL)</i>	10.954.841.228		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	11.776.454.320		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	-223.032.612		
F/K Çarpan (x)	15,51		
- Özsermaye Değeri (TL)	1.226.388.434	0,00%	0
<i>Net Kar (TL)</i>	79.070.821		
PD/DD Çarpan (x)	1,40		
- Özsermaye Değeri (TL)	4.127.646.192	0,00%	0
<i>Düzeltilmiş Net Defter Değeri (TL)*</i>	2.958.886.159		

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Enflasyon Muhasebesine geçiş nedeniyle Özkaynaklarda yer alan Sermaye Düzeltme Farkı dahil edilmemiştir.

Tablo 1-b Değerleme Sonucu (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	8.638.022.926	60,00%	5.182.813.755
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	10.298.965.931	40,00%	4.119.586.372
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)		100,00%	9.302.400.128
<i>Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Portföyü (Düzeltilmiş; TL)</i>			1.034.886.788
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			10.337.286.916
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			350.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			29,54
<i>İskonto Oranı</i>			30,6%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			7.175.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			20,50

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

2. RAPORUN AMACI

16.04.2024 tarihli bu rapor, Karşıosb Mahallesi, Demirciler Sokak, No:7, İç Kapı No:1 Payas/HATAY adresinde mukim Koç Metalurji A.Ş. (“Koç Metalurji”, “Şirket” veya “İhraççı”) ile Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul adresinde mukim A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital” veya “Danışman”) arasında imzalanmış olan, 22.11.2023 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi” kapsamında Koç Metalurji paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararına uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI VE ETİK İLKELER

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu değerlendirme raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğin (III-62.1) 3. Maddesinin 1. Fıkrası uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmış olup, Türkiye Değerleme Uzmanlar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmuştur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Koç Metalurji'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak A1 Capital tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Şirket ile Aracı Kurum arasında 22.11.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmesi ile aynı tarihli "Değerleme hizmet Sözleşmesi" kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır. Etik ilkeleri:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar İhraççı Şirket'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek aldatıcı, yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme işi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Değerleme işi ile ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Koç Metalurji A.Ş. tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemede kullanılan analiz verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Şirket ile A1 Capital arasında son üç yıl içerisinde 22.11.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetki Sözleşmesi ve aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi dışında bir ilişki veya bağlantı yoktur.

4. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Raporla kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu konuda herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler özel bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme raporunda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları esas almış olup, Şirket ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.
- Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte, tam

olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlendirmeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibari ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve 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 Değerlemelerinde 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.

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

Koç Metalurji A.Ş. Dörtyol Ticaret Sicili Müdürlüğüne 18 Kasım 1993 tarihinde tescil edilmiş ve Karşıosb Mahallesi, Demirciler Sokak, No:7, İç Kapı No:1 Payas/HATAY adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir. Şirket süresizdir.

Tablo 2	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabi olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: Dörtyol Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 6913
Merkez adresi	: Karşıosb Mahallesi, Demirciler Sokak, No:7, İç Kapı No:1 Payas/HATAY
İnternet adresi	: www.kocmetalurji.com.tr
Telefon	: +90 (326) 755 19 91
Faks	: +90 (326) 755 36 04

Kaynak: İzahname

6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut 350.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibariyle ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 350.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 455.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 105.000.000 TL nominal değerli 105.000.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından Adil KOÇ'un sahip olduğu 20.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline pay olmak üzere toplam 125.000.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 125.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (455.000.000 TL) oranı %27,47 olacaktır.

Ticaret Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)		Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)
Adil KOÇ	A	65.000.000	18,57	A	65.000.000	14,29%
	B	285.000.000	81,43	B	265.000.000	58,24%
Halka Açık	B	-	-	B	125.000.000	27,47%
Sermaye Artırımı	-	-	-	B	105.000.000	23,07%
Ortak Satışı	-	-	-	B	20.000.000	4,40%
TOPLAM		350.000.000	100,00		455.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

6.2 FAALİYET KONUSU²

Şirket esas sözleşmesinin 3'üncü maddesi uyarınca Şirket'in başlıca faaliyet konuları;

- Haddehane, çelikhane, izabe ocakları, dökümhane, imalathane, demir çekme haddeleme, konstrüksiyon tesisleri kurmak, işletmek, kiraya vermek, satın almak, bu endüstri kollarının yan sanayi tesislerini kurmak ve işletmek,
- Kurulacak bu imalathane tesislerinde her nevi yuvarlak, yassı mamul, levha, rulo, saç, her türlü inşaat demiri, alaşımlı ve alaşımsız çelikten her türlü demir çelik, paslanmaz teller, çubuklar, lama ve profil demirler üretmek, imal etmek ve bu metallerin hurdaları, yurt içinde ve dışında pazarlamasını ve ticaretini yapmak,
- Bunların dışında demir-çelik ve paslanmaz çelik sektörüyle ilgili her türlü maden (altın hariç) sanayi hammaddesi ile yarı mamul maddeyi, mamul ve bu metallerin hurdaları ile diğer metallerin ürünleri olan bakır, pirinç, alüminyum, çinko, kurşun gibi metallerin mamullerini ve hammaddelerinin alım-satımını ithalat ve ihracatını yapmaktır.

Şirket'in kısaca fiili faaliyet konusu, metal kütük, nervürlü betonarme demiri ve inşaat demiri üretimidir. Şirket'in merkez adresi Payas/HATAY'dır. Şirket'in Payas/Hatay ve Toprakkale/Osmaniye'de üretim tesisleri bulunmaktadır.

² Kaynak : İzahname

Şirket'in Payas/Hatay Organize Sanayi Bölgesindeki üretim tesislerinde kütük demirden inşaat demiri üretimi yapılmakta olup, söz konusu üretim tesisi 30.931,38 m2 alanda 16.000 m2 kapalı ve 14.931,38 m2 açık alan üzerine kurulmuştur. Şirket'in Payas/Hatay'da bulunan haddehane tesislerinde mevcut durumda yıllık üretim kapasitesi (3 vardiya) 518.400 Ton/Yıl'dır. Şirket'in haddehane tesisinde yıllık ortalama çalışan sayısı 100-150 kişi arasında değişmektedir. 30.09.2023 itibarıyla Şirket'in haddehane tesisinde çalışan sayısı 118 kişidir. Şirket'in Payas/Hatay Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan üretim tesisinin bulunduğu konum Adana – Gaziantep oto yoluna, TCDD İstasyonuna, İskenderun Demir Çelik Fabrikasına ve İskenderun Limanına yakınlığıyla oldukça avantajlı bir konumdadır.

Şirket'in diğer üretim tesisi olan Toprakkale/Osmaniye Organize Sanayi Bölgesinde 74.234 m2 alan üzerinde kurulu üretim tesislerinde izabe hurda demirden kütük demiri üretimi yapılmaktadır. Şirket'in Toprakkale/Osmaniye çelikhane tesislerinde yıllık üretim kapasitesi (3 vardiya) 1.072.360 Ton/Yıl'dır. Şirket'in çelikhane tesisinde yıllık ortalama çalışan sayısı yaklaşık 300-360 kişidir. 30.09.2023 itibarıyla, Şirket'in çelikhane tesislerinde çalışan sayısı 318 kişidir. Şirket'in üretiminde ve satışlarında başlıca ürünler inşaat demiri ve kütük demir olup, bu iki ürünün satışlarının toplam satışlar içindeki payı 2021 yılında %98,4, 2022 yılında %98,2 ve 2023 yılında da %99,1 olarak gerçekleşmiştir

7. FİNANSAL BİLGİLER

7.1 Gelir Tablosu

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 4	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu		
(TL)	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Hasılat	10.954.841.228	10.975.545.964	17.992.802.760
Satışların Maliyeti (-)	10.159.982.886	10.521.023.017	16.549.121.263
Brüt Kar/Zarar	794.858.342	454.522.947	1.443.681.497
Genel Yönetim Giderleri (-)	95.614.916	73.868.459	67.738.308
Pazarlama Giderleri (-)	1.561.700	9.775.354	2.178.396
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	187.317.956	162.182.682	185.793.848
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	342.299.917	339.364.930	835.295.699
Esas Faaliyet Karı/Zararı	542.699.765	193.696.886	724.262.942
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	843.773.078	447.200.162	116.486.586
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	3.789.886	11.738.154	99.797.490
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların K/Z'ndeki Paylar	68.647.147	179.468.572	1.864.309
Finansman Öncesi Faaliyet K/Z	1.451.330.104	808.627.466	742.816.347
Finansman Giderleri	1.032.515.817	330.855.571	1.493.945.420
Finansman Gelirleri	1.370.822.674	551.294.800	986.768.903
Parasal Kayıp / (Kazanç)	-1.309.632.996	941.919.982	-501.725.899
Vergi Öncesi Kar	-196.609.749	1.530.108.219	748.266.965
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	--	--	175.999.037
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	275.680.570	245.620.730	204.297.271
Net Dönem Karı/Zararı	79.070.821	1.775.728.949	776.565.199

Kaynak: İzahname, Bağımsız Denetim Raporu

7.2 Karlılık Analizi

Karlılık Oranları: Şirketin kârlılığının (rantabilitesinin) yeterli olup olmadığını gösteren oranlardır.

- a-) Brüt Kar Marjı: Şirketin satış ve üretim performansını ölçen bir orandır.
b-) Faaliyet Kar Marjı: Şirketlerin verimliliğini gösteren bir oran olup, benzer firmalarla kıyaslama amacıyla tercih edilmektedir.
c-) Net Kar Marjı: Şirketin net karının net satışlar içindeki oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir.

Tablo 5	Karlılık Oranları		
	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Brüt Kar Marjı	7,26%	4,14%	8,02%
Faaliyet Kar Marjı	4,95%	1,76%	4,03%
Net Kar Marjı	0,72%	16,18%	4,32%

Kaynak : İzahname, AI Capital Hesaplamaları

7.3 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır:

7.3.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Tablo 6	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu		
VARLIKLAR	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Dönen Varlıklar	2.474.440.714	3.083.144.087	2.874.392.632
Nakit ve Nakit Benzerleri	591.287.328	1.183.307.797	1.089.793.218
Finansal Yatırımlar			
- GUD Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar	--	412.163	--
Ticari Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	13.939.123	23.032.344	9.538.442
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	197.376.839	219.111.081	191.043
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	300.171	224.498	75.470.046
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.971.129	25.741.027	19.167.536
Stoklar	1.340.128.747	1.325.023.097	815.754.385
Peşin Ödenmiş Giderler			
- İlişkili Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	16.929.941	59.234	--
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	302.684.535	281.917.906	862.892.288
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	9.111.451	23.050.464	189.062
Diğer Dönen Varlıklar	711.450	1.264.476	1.396.612
Duran Varlıklar	4.801.486.796	4.665.922.528	2.062.938.579
Finansal Yatırımlar			
- GUD Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar	193.955.688	206.474.540	86.356.377
Diğer Alacaklar			
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	55.388	88.910	146.055
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.468.856.571	1.403.737.485	500.421.827
Maddi Duran Varlıklar	2.724.037.063	2.739.857.041	1.306.897.277
Maddi Olmayan Duran Varlıklar			
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.307.569	2.083.160	2.338.566
Ertelenmiş Vergi Varlığı	412.274.517	313.681.392	166.778.477
TOPLAM VARLIKLAR	7.275.927.510	7.749.066.615	4.937.331.211

Kaynak : İzahname

Tablo 7 Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu

KAYNAKLAR	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.211.206.452	2.771.007.354	1.728.537.910
Kısa Vadeli Borçlanmalar			
- Banka Kredileri	808.141.168	1.122.693.445	342.252.486
Ticari Borçlar			
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	2.866.190	1.251.974	
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	1.105.083.067	1.585.979.717	1.092.722.035
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	16.832.141	8.890.664	13.093.914
Diğer Borçlar			
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	117.603	5.597.433	21.729.552
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2.485.671	72.881	129.501
Ertelenmiş Gelirler	100.876.918	28.310.149	185.493.681
Kısa Vadeli Karşılıkları			
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	6.949.042	5.728.266	8.126.439
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.638.936	2.317.015	5.448.117
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	166.215.716	10.165.810	59.542.185
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22.193.458	13.852.978	14.737.623
Uzun Vadeli Borçlanmalar			
- Banka Kredileri	6.178.772	--	--
Uzun vadeli karşılıklar			
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	16.014.686	13.852.978	14.737.623
ÖZKAYNAKLAR	5.042.527.600	4.964.206.283	3.194.055.678
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5.042.527.600	4.964.206.283	3.194.055.678
Ödenmiş Sermaye	350.000.000	350.000.000	350.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	2.083.641.441	2.083.641.441	2.083.641.441
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıp	(7.611.920)	(6.862.416)	(1.284.072)
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.121.190	10.121.190	10.121.190
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	2.527.306.068	751.577.119	-24.988.080
Net Dönem Karı/Zararı	79.070.821	1.775.728.949	776.565.199
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--	--
TOPLAM KAYNAKLAR	7.275.927.510	7.749.066.615	4.937.331.211

Kaynak : İzahname

7.3.2 Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Ortaklıkların kısa vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesi amacıyla hesaplanan oranlardır. Likidite oranları hesaplanırken aktiflerde yer alan dönen varlıklar ve pasiflerde yer alan kısa vadeli borçlar baz alınmaktadır.

- Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.
- Asit-Test Oran: Şirket'in kısa vadeli borcunu ödeyebilme gücünü gösterir.
- Stok Oran: Stokların toplam varlıkların ne kadarlık kısmını oluşturduğunu gösterir.
- Nakit Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde ödeme kaynağı olarak sadece hazır değerler dikkate alınır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 8		Likidite Oranları		
		31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,12	1,11	1,66
Asit Test Oran	Dönen Varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,51	0,63	1,19
Stok Oranı	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,18	0,17	0,17
Nakit Oran	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,27	0,43	0,63

Kaynak : İzahname

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını analiz etmek için kullanılır. Şirket bilançosundaki varlıkların kaynağının ne olduğu ve kaynak kırılımının anlaşılması için kullanılan oranlardır.

- a-) Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar): Şirket'in toplam yükümlülüklerinin yani borçlarının Şirket'in toplam varlıklarına bölünmesiyle bulunur. Şirket'in varlıklarının ne kadarını borçla finanse ettiğini gösterir.
- b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.
- d-) Özkaynaklar/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla fonlandığını gösterir.
- e-) Duran Varlıklar/ Özkaynaklar: Şirket'in duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibariyle mali oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9		Mali Yapı Oranları		
		31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)		0,31	0,36	0,35
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,30	0,36	0,35
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,003	0,002	0,003
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar		0,69	0,64	0,65
Duran Varlıklar / Özkaynaklar		0,95	0,94	0,65

Kaynak : İzahname

8. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

8.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 3. bölümünde yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

8.2 DEĞERLEME PROJE EKİBİ HAKKINDA BİLGİ

Değerleme çalışması A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Finansal Değerleme ve Kurumsal Yatırım Stratejilerinden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sertan Kargın tarafından yapılmıştır. Sertan Kargın, SPK mevzuatı uyarınca derlenen bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 25 yılı aşkın tecrübeye sahiptir. İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümünden Lisans ve Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi ve Finans Yüksek Lisans derecelerine sahiptir. Bilgi Üniversitesi'nde 2013-2019 yılları arasında Ekonomi ve Finansal Piyasalar dalında Yüksek Lisans dersleri vermiştir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 202976) ve Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

8.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017)³ kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

8.3.1 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca 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.

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

³ <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

Payların defter değeri, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 31.12.2023 dönemi itibariyle özkaynakları 5.042.527.600 TL olup, 350.000.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 14,41 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sık kullanılan bir yöntem değildir. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır.

8.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerlendirme yöntemidir. UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması ve dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve değerlemeye konu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin tutarına ilişkin makul tahminlerin mevcut olması hallerinde, gelir (İndirgenmiş Nakit Akımları veya İNA) yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir. Öte yandan, madde 60.2 uyarınca, gelecekteki nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması gereklidir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerlendirme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştiren uzmanının takdirine bırakılmıştır.

Gerek küresel ölçekte ve gerekse Türkiye'de demir-çelik sektörünü besleyen altyapı-inşaat ve

sanayi üretiminin doygunluktan çok uzakta olması, demir-çelik üretiminin devamlılık arz etmesini sağlamaktadır. İzahnamenin 7.2.1 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Küresel nihai çelik tüketimi, son 5 yıllık dönemde yaklaşık %12 artış kaydetmiştir. 2021 yılında dünya çapında çelik üretimi, 2020 yılına kıyasla %3,7 artışla 1,95 milyar tona yükselmiştir. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Demir Çelik Sektör Raporu (2021)⁴'de yer alan veriler çerçevesinde, Ülkemizde 2020 yılı itibariyle demir cevherinden üretim yapan 3 adet entegre tesis (Bazık Oksijen Fırını - BOF) ile hurdadan üretim yapan 34 adet indüksiyon ocağı (İF) ve elektrik ark ocağı (EAF) tesis bulunmaktadır. Mevcut tesis kapsamında, Türkiye'nin çelik üretimi 2021'de %12,7 oranında artarak 40,4 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında ise 22,8 milyon ton kütük ve 12,3 milyon ton slab⁵ türünde olacak şekilde toplam 35,1 milyon ton ham çelik üretimi gerçekleşmiştir.

Türkiye 2001 yılında dünyanın en büyük 10'uncu çelik üreticisi iken, 2022 yılına gelindiğinde dünyanın 8'inci, Avrupa'nın 2'inci büyük üreticisi olmuştur. Türkiye, 2001 ile 2011 yılları arasında, Çin ve Hindistan'ın ardından dünyanın en hızlı büyüyen üçüncü çelik üreticisi olmuştur. Türkiye'nin çelik üretimi 2001 yılından bu yana kayda değer bir artış göstermiş, 15 milyon ton seviyesinden 2021 yılında 40,4 milyon tona çıkmıştır. 2021 yılında Türkiye, Avrupa'nın en büyük ve dünyanın 7. büyük üreticisi konumunda yer almıştır. Çelik endüstrisindeki büyüme, güçlü yerel tüketim sayesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'de çelik tüketimi 2021 yılında %13,2 artarak 33,4 milyon ton seviyesine yükselmiştir. Başta altyapı- inşaat, makine, otomotiv sektörleri olmak üzere pek çok sektöre girdi sağlayan çelik sektörünün orta ve uzun vadede mevcut büyüme trendini sürdürmesi beklenmektedir. Ülkede güçlü talebin ve çelik kullanan sanayilerdeki dinamizmin yanı sıra, Türkiye'nin konumu da ihracatı ve üretimi destekleyen faktörler arasındadır.

Türkiye'nin 2021 yılında ana ihracat pazarı miktarda 7,4 milyon ton ile ülkemizin toplam çelik ihracatının %31'ine karşılık gelen Avrupa Birliği'dir. Türk çeliği için bir diğer önemli pazar olan Ortadoğu bölgesine yapılan ihracat 2021 yılında %10,9 düşüşle 4,3 milyon tona gerilemiştir. 2021 yılında Türkiye çelik ihracatında tonaj bazında en dikkat çekici artış %103 oranıyla Latin Amerika bölgesine olurken, söz konusu dönemde bu bölge 3,1 milyon ton ile en çok ihracat gerçekleştirilen 3. Bölge olmuştur. Ayrıca, Kuzey Amerika'ya olan çelik ihracatında toparlanma yaşanmış ve 1,9 milyon ton ihracat seviyesine ulaşılmıştır. Öte yandan, 2021 yılında Kuzey Afrika'ya olan ihracat %12,3 düşüşle 1,8 milyon tona gerilemiştir.

Türkiye'nin nihai çelik tüketimi, global kriz dönemi dışında artış göstermektedir. Gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye, henüz gelişiminin çelik yoğun evresini tamamlamamıştır. Altyapı yatırımları devam ederken, otomotiv ve beyaz eşya ürünlerinin üretiminde yüksek rakamlara ulaşılması çeliğe olan talebi her yıl artırmaktadır. Öte yandan, ülkemizde sanayileşme düzeyinin her yıl artmasına rağmen, henüz istenilen düzeye

⁴ <https://www.sanayi.gov.tr/plan-program-raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mul406011405>

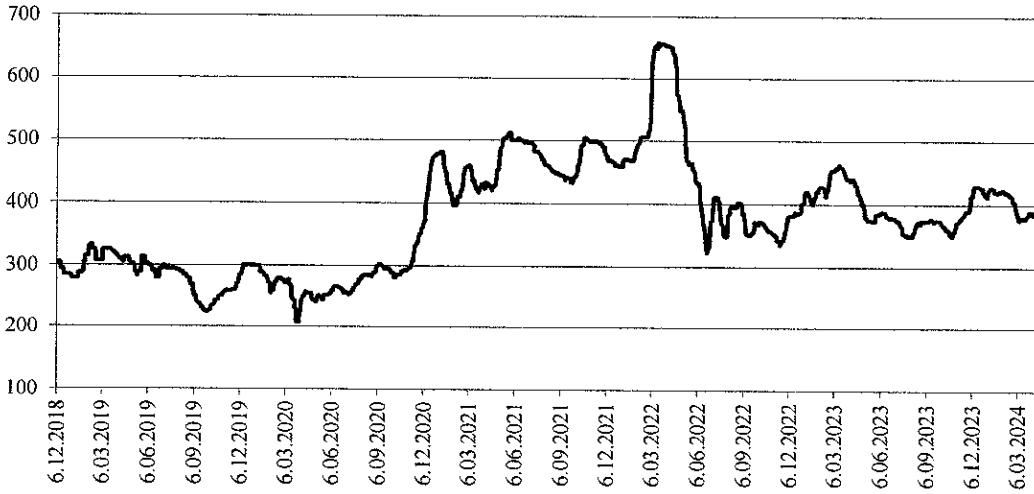
⁵ Sürekli döküm yöntemiyle üretilen dikdörtgen kesitli yarı ürünün (slab), belirli bir sıcaklıkta haddelenmesiyle elde edilen yassı çelik ürünler

ulaşılmamış olmasından dolayı çelik talebindeki artışın ve dolayısıyla sektördeki tonaj bazlı büyüme trendinin öngörülebilir gelecekte de devam etmesi beklenmektedir.

Şirket tarafından 2024-2028 projeksiyon dönemi için hazırlanan ürün bazlı üretim ve satış hacmi projeksiyonları, küresel ve ulusal ölçekte orta vadeli büyüme trendinin devam edeceği varsayımı altında hazırlanmış ve tarafımızca doğruluğu sorgulandıktan sonra değerlendirilmiştir.

Fiyatlamaya tarafına bakıldığında, Türk demir-çelik sektöründe hurda çelik fiyatlarının baz alınmakta olduğu gözlenmektedir. Türkiye’de ağırlıklı olarak hurdadan üretim yapan tesisler mevcut olduğundan, hurda fiyatları çeliğin fiyatlamasında önemli bir etken olmaktadır. Hurda fiyatları global arz-talebe bağlı olarak değişmektedir. Aşağıdaki grafikte, Bloomberg Terminali’nde Turkey Steel Scrap HMS 1/2 80:20 CFR kodu ile izlenen Türkiye’deki hurda fiyatlarının metrik ton⁶ başına ABD Doları cinsinden fiyat gelişimi gösterilmiştir. Söz konusu grafikten de görüldüğü üzere, hurda çelik fiyatlarında yüksek derecede oynaklık dikkat çekmektedir. Bu oynaklık, hurda fiyatlarının öngörülebilirliğini önemli ölçüde kısıtladığından çelik fiyatlarında belirsizliğe yol açmaktadır. Kaldı ki, döviz kurunda süregelen volatilité de çelik fiyatlarındaki tahmini güçlüğü artırmaktadır. Bu nedenle, ürün fiyatlarına ilişkin projeksiyonlar oluşturulurken, çelik fiyatlarının Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Aylık Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri ölçüsünde artacağı varsayılmıştır.

Grafik 1 – Türkiye Hurda Fiyatları (ABD Doları/Metrik Ton)



Kaynak: Bloomberg

Gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden ciro

⁶ Metric Tonne: 1.000kg

projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda, 2024-2028 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde satış hacmindeki yıllık büyüme oranının kademeli yavaşlayacağı öngörülmüştür. Fiyat projeksiyonları içinse yukarıda belirtildiği üzere, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Aylık Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri, çelik fiyatlarının projeksiyonunda baz teşkil etmiştir. Ayrıca, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.26. maddesi uyarınca "değerlemeyi gerçekleştirenlerin kesin tahmin süresinin sonunda beklenen pazar koşullarını dikkate almaları ve buna uygun düzeltmeleri yapmaları" hükmünü karşılamak amacıyla işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.4 numaralı bölümünde üretim ve kapasite varsayımları, 8.3.2.5 numaralı bölümünde tonaj bazlı satış hacmi ve birim satış fiyatları yukarıda tarif edildiği gibi bozulan Pazar yapısı varsayımı altında ihtiyatlı bir yaklaşımla değerlendirme çalışmasında tahmin edilmiştir.

Tüm bu değerlendirmelerin ışığında, işbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket'in faaliyetlerinden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olup, söz konusu tahminler şüphecilikten taviz verilmeden ihtiyatlı varsayımlar üzerinden İNA değerlemesine yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir (İNA) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 01.01.2024-31.12.2028 tarihleri arasında Koç Metalurji'ye ilişkin nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonunda devam eden değerler değerlendirme konusu varlık için uygunluğu sorgulanmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerler hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin (a) bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2. numaralı bölümünde belirtilen faaliyetlerden sürekli nakit akışı sağlayan Şirket'in ürün satışları bazında elde ettiği hasılat gelirleri ile satışların maliyeti, amortisman, faaliyet giderleri, işletme sermayesi, yatırım ve vergi giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi (01.01.2024 – 31.12.2028) boyunca tahmin edilen serbest nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, bugüne indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplam tutarı belirlenmiştir. Bu değere, sabit (uç) değer ile büyütülerek hesaplanan uç değer nakit akımlarının bugünkü değeri eklenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Ardından, Firma Değerinden net finansal borç {Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Varlıklar] – (Kısa Vadeli Finansal Borçlar + Uzun Vadeli Finansal Borçlar)} rakamı düşülerek, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kapsamında, Şirket'in nihai Özsermaye (Piyasa) Değeri hesaplanmıştır. Hesaplama, Şirket'in 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihi itibarıyla GUD Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar altında gösterilen Hatay Yağları

Türk A.Ş. H.A.Y.A.T. iştirak değeri, söz konusu firmanın Borsaya Kote olmamasından dolayı, dikkate alınmamıştır.

8.3.2.1 Hasılat Projeksiyonlarında Kullanılan Yöntem Hakkında Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Fiyat tespit çalışmasında, Koç Metalurji'nin 2021, 2021 ve 2023 yıllarına ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin özel bağımsız denetim raporlarına Şirketin "www.kocmetalurji.com.tr" ve "www.kap.org.tr" adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca, Şirket yönetimi tarafından projeksiyon dönemi için sağlanan satış geliri, üretim ve maliyet bilgileri değerlendirilmiş ve ana ürün segmentleri bazında gelir-gider kırılımları ile özel bağımsız denetim raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır. Şirket projeksiyon ve öngörülerinin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

İşbu değerlendirme raporu oluşturulurken, Türkiye ve dünya ekonomisinde olağandışı iktisadi ve/veya finansal kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve hukuki gelişmeler vs. gibi Şirket'in faaliyetlerini kesintiye uğratabilecek durumların gerçekleşmeyeceği; Şirket'in organizasyon yapısında, yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini kesintiye uğratabilecek, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek türden önemli bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonu yapılırken, İzahnamenin 5, 6 ve 7. Bölümlerinde detaylıca incelenmiş olan Şirket'in geçmişi, içinde bulunduğu sektörün yapısı, risk unsurları, işletmenin mali performansı, karlılık durumu, sabit ve dönen varlıklarının değeri dikkate alınmıştır. Şirket'in paylaştığı üretim, satış gelirleri, satışların maliyeti, amortisman, yatırım ve faaliyet giderlerine dair projeksiyonlar tarafımızca, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda değerlendirilmiştir.

Şirket'in üretim, kapasite kullanım ve gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsenmiştir. Bu bağlamda, Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca, satışları gerçekleştirilecek olan ana ürün grupları (segment) bazında hasılat tutarları tahmin edilmiştir. Şirket'in faaliyet ve üretim süreçleri gözden geçirildikten sonra detayları 8.3.2.5 numaralı bölümde yer alan satış hacmi ve fiyat varsayımlarına dayandırılarak hasılat tahminleri yapılmıştır.

8.3.2.2 Üretim ve Kapasite Kullanım Gelişmeleri

Koç Metalurji'nin Payas/Hatay Organize Sanayi Bölgesindeki üretim (haddehane) tesislerinde mevcut durumda yıllık üretim kapasitesi (3 vardiya) 518.400 Ton/Yıl'dır. Şirket'in haddehane tesisinde yıllık ortalama çalışan sayısı 100-150 kişi arasında değişmektedir. Şirket'in diğer üretim tesisi olan Toprakkale/Osmaniye Organize Sanayi Bölgesinde kurulu üretim tesislerinde ise yıllık üretim kapasitesi (3 vardiya) 1.072.360 Ton/Yıl'dır.

İnşaat demiri, betonarme yapılarda kayma ve çekme gerilmelerini karşılamak amacıyla beton

içine konulan, özel şekillendirilmiş çelik çubuklardır. İnşaat demiri yapı malzemeleri arasında en önemli ürünlerden biridir. Evrensel olarak rebar olarak da bilinir. Genel standart olarak 12 metre boyunda üretilir. İnşaatın sağlamlığında ve dayanıklılığında büyük etki etmektedir.

Kütük demirinin hammaddesi hurda demiridir. Ark ocaklarında bu hurdalar eritildikten sonra sıvı çelik haline getirilmektedir. Erime sonrasında pota ocaklarına konularak burada istenilen kaliteye uygun hale gelmesi için alaşımlama işlemi yapılmaktadır. Kütük Demiri istenilen kaliteye ulaşıldıktan sonra kontinü döküm makinelerine aktarılmaktadır. Ardından istenilen ebatlarda yarı mamül çelik kütük haline getirilmektedir. Bu aşamadan sonra kalite kontrole gönderilmekte ve onay alındıktan sonra kütük demiri, çelik ürünlerin üretilmesi için haddehanelere sevk edilmektedir.

İNŞAAT DEMİRİ VE KÜTÜK DEMİRİN ÜRETİMİNDE KULLANILAN ANA HAMMADDE OLARAK KULLANILAN HURDA DEMİRİN ELEKTRİK ARK OCAKLARINDA DİREKT ERGİTİLMESİ ESNASINDA BACA TOZU OLUŞMAKTADIR. ÜRETİMDE KULLANILAN HURDA DEMİRİN BİR KISMI İSE MAMULE DÖNÜŞMEMEKTEDİR. DOLAYISIYLA, ÜRETİM SÜREÇLERİ SONUCUNDA AÇIĞA ÇIKAN HURDA, BACA TOZU VE DİĞER YAN ÜRÜNLERDE KAPASİTE KULLANIMI SÖZ KONUSU DEĞİLDİR. BU NEDENLE HURDA, BACA TOZU VE DİĞER YAN ÜRÜNLERDE HERHANGİ BİR KAPASİTE PLANLAMASI YAPILMAMIŞTIR. ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİM RAPORU'NDA YER ALAN FİNANSAL TABLO DÖNEMLERİ İTİBARIYLA ŞİRKET'İN ÜRETİMİNİ GERÇEKLEŞTİRDİĞİ ÜRÜNLERİN ÜRETİM MİKTARINA İLİŞKİN BİLGİLER AŞAĞIDAKİ TABLODA YER ALMAKTADIR:

	2021			2022			2023		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Mamul Üretim	1.136.799.077	1.590.760.000	71,5%	669.678.845	1.590.760.000	42,1%	818.903.611	1.590.760.000	51,5%
İNŞAAT DEMİRİ	116.609.477	518.400.000	22,5%	199.951.445	518.400.000	38,6%	246.732.730	518.400.000	47,6%
KÜTÜK DEMİR	1.020.189.600	1.072.360.000	95,1%	469.727.400	1.072.360.000	43,8%	572.170.881	1.072.360.000	53,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in finansal dönemler itibarıyla gerçekleştirdiği üretim tonajlarındaki değişim aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Üretim	2021		2022		2023	
	Kg/Yıl	Değişim	Kg/Yıl	Değişim	Kg/Yıl	Değişim
Mamul Üretim	1.136.799.077	11,1%	669.678.845	-41,1%	818.903.611	22,3%
İNŞAAT DEMİRİ	116.609.477	-59,8%	199.951.445	71,5%	246.732.730	23,4%
KÜTÜK DEMİR	1.020.189.600	39,2%	469.727.400	-54,0%	572.170.881	21,8%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Koç Metalurji 2022 yılında İnşaat Demiri üretimini %71,5 oranında artırarak 199.951 tona yükseltirken, Kütük Demir üretimini %54,0 oranında azaltarak 469.727 ton düzeyine çekmiştir. 2022 yılında, piyasa koşullarına göre alınan siparişe bağlı olarak inşaat demirinin satış hacminin fazla olması ve kütük demir stoklarının daha avantajlı olan inşaat demirinin

üretiminde kullanılması nedeniyle kütük demir üretim miktarı azalmıştır. Bu şekilde, Şirket'in toplam mamul üretimi %41,1 oranında azalarak 669.679 ton düzeyine gerilerken, Kapasite Kullanım Oranı 2022 sonu itibarıyla İnşaat Demirinde %38,6 ve Kütük Demir'de %43,8 oranında gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise İnşaat Demiri üretimi %23,4 oranında artarken, Kütük Demir üretimi de benzer oranda %21,8 oranında artış göstermiştir. Bu şekilde, 2023 yılında toplam mamul üretim %22,3 oranında artarken, kapasite kullanım oranları İnşaat Demiri'nde %47,6, Kütük Demir'de ise %53,4 oldu. Netice itibarıyla, 2022 yılında %42,1 olan Şirket'in mamul üretiminde toplam kapasite kullanım oranı, 2023 yılında %51,5 düzeyine yükseldi. Mamul ürün gruplarının finansal raporlama tarihleri itibarıyla toplam üretim içindeki payları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 12 Ürün Gruplarının Toplam Üretim İçindeki Payları (%)

(%)	2021	2022	2023
Mamul Üretim	100,0%	100,0%	100,0%
İnşaat Demiri	10,3%	29,9%	30,1%
Kütük Demir	89,7%	70,1%	69,9%

Kaynak: Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.3 Hasılat Gelişimi

Şirket'in hasılatı inşaat demiri ve kütük demirin yanı sıra bu iki ana ürün grubunun üretim süreci esnasında ortaya çıkan hurda, baca tozu ve diğer yan ürünlerinden satış faaliyetlerinden elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Özel Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in tonaj bazlı satış hacmi gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 13	Satış Hacmi Gelişimi*					
	2021		2022		2023	
Satış Hacmi	Kg/Yıl	Değişim	Kg/Yıl	Değişim	Kg/Yıl	Değişim
Toplam Hacim	1.015.029.243	28,4%	519.590.836	-48,8%	626.245.145	20,5%
İnşaat Demiri	112.197.443	-64,3%	254.818.866	127,1%	303.487.589	19,1%
Kütük Demir	881.647.800	104,6%	245.477.000	-72,2%	309.617.800	26,1%
Hurda	2.703.800	-50,1%	10.448.350	286,4%	2.841.656	-72,8%
Baca Tozu	18.480.200	45,3%	8.846.620	-52,1%	10.298.100	16,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

**:Ticari Satışlar Dahildir*

Şirket'in gerek stok tutma ve gerekse üretim politikası, Şirket'in alışımlı gerçekleştirdiği hammaddenin ve satışını gerçekleştirdiği mamul ürünlerin yerel ve uluslararası piyasadaki fiyat hareketlerinden etkilenmekte; ve ayrıca finansal ve emtia piyasalarındaki yüksek volatilite ve dalgalanmalarının yol açtığı döngüsel hareketler, Şirket'in mamul mal bazında üretim ve stok kompozisyonuna yön vermektedir. Piyasa koşulları fiyat dalgalanmaları küresel ölçekte üretim ve satış açısından tonajda ciddi değişimlere yol açtığından, yıllar itibarıyla Şirket'in üretim ve satış kompozisyonunda sert değişimler yaşanabilmektedir. Örneğin, inşaat

demiri satış hacmi 2021 yılında %64,3 oranında düşüş gösterirken, İnşaat demiri hammaddesi olan kütük demir satış hacmi ise %104,6 oranında artmış, 2022 yılında ise tam ters bir gelişme yaşanmış ve inşaat demiri satış hacmi %127,1 oranında artarken kütük demir satış hacmi %72,2 oranında gerilemiştir. Bu yıllarda üretim kompozisyonu da benzer bir değişim göstermiş; inşaat demiri üretimi 2021 yılında %59,8 azalırken 2022 yılında %71,5 artmış, kütük demir üretimi ise 2021’de %39,2 artarken 2022’de %54,0 oranında gerilemiştir. Kütük demir üretiminde 2022 yılında yaşanan düşüşün nedenleri incelendiğinde, Rusya-Ukrayna savaşının yanı sıra enerji fiyatlarındaki artış ve artan faiz oranları nedeniyle oluşan küresel resesyon beklentileri sonucunda Avrupa pazarında 2022 yılında daralma yaşanması hurda tedarikinde aksama ve hurda fiyatlarında ani dalgalanmaya yol açınca, Şirket Kütük demir üretimi sadece haddehane tesisinde inşaat demiri üretimine yetecek düzeyde üretim yapmıştır. Bu nedenle, Kütük demir satışı 2022 yılında azalmıştır. 2023 yılında ise Kütük Demir ve İnşaat Demiri satış hacmi sırasıyla %26,1 ve %19,1 oranlarında artarak dengeli bir performans sergilemiştir.

Koç Metalurji’nin ciro tutarları, SPK’nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmesi sonucunda “enflasyon düzeltmesi” yapılarak hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayınlanan Tüketici Fiyat Endeksleri dikkate alınarak hesaplanan ilgili yıllara ait enflasyon oranları yer almaktadır:

Tarih	Ürün Gruplarının Toplam Üretim İçindeki Payları (%)			3 Yıllık Kümü TüFE Oranları
	TÜFE Endeks	Düzeltilme Katsayısı	Taşıma Katsayısı	
31.12.2023	1859,38	1,0000	1,2488	268%
31.12.2022	1128,45	1,6477	1,1661	156%
31.12.2021	686,95	2,7067	1,2232	74%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, 2.1 Numaralı Dip Not

31.12.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu’nun 2.1 numaralı Dip Notunda belirtilen kapsamda TMS 29 uyarınca yapılan “enflasyon düzeltmesi” sonucunda, 2021, 2022 ve 2023 yıllarına ilişkin finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket’in ciro gelişimi aşağıda yer almaktadır:

Tablo 15

	Ciro Gelişimi					
	2021		2022		2023	
	TL	Değişim	TL	Değişim	TL	Değişim
Toplam Satış Hasılatı	17.992.802.760	95,8%	10.975.545.964	-39,0%	10.954.841.228	-0,2%
Mamul + Ticari Satış	17.858.223.836	96,2%	10.917.900.949	-38,9%	10.918.480.387	0,0%
İnşaat Demiri	1.937.360.964	-47,0%	5.776.983.495	198,2%	5.625.795.531	-2,6%
Kütük Demir	15.765.770.707	199,2%	5.002.654.842	-68,3%	5.226.211.336	4,5%
Hurda	41.881.799	113,5%	84.681.064	102,2%	18.557.595	-78,1%
Baca Tozu	113.210.366	161,0%	53.581.548	-52,7%	47.915.925	-10,6%
Diğer Satış Gelirleri	134.578.924	50,5%	57.645.015	-57,2%	37.040.675	-35,7%
Satıştan İade ve İndirimler	0	a.d.	0	a.d.	-679.834	a.d.

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.4 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

2022 yılında İSO İlk 500 sanayi kuruluşu arasında 192. sırada yer alan Koç Metalurji A.Ş.'nin işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2 numaralı bölümünde belirtilen unsurlardan dolayı orta-uzun vadede büyümesini sürdüreceği varsayılmıştır. Ancak, 2023 yılında yassı çelik sektöründe hem yerel hem de küresel ölçekte fiyatlar üzerinde baskı oluşturan talep eksikliği ortaya çıkmıştır. Türkiye'deki demir-çelik üretim faaliyetleri, ithalat fiyatlarının düşük seyretmesi nedeniyle yavaşlama eğiliminde kalmıştır. Ayrıca, gerek yurt içinde ve gerekse yurt dışında faizlerin yüksek seyri de demir – çelik sektöründeki talep eksikliğine ve dolayısıyla fiyatlardaki düşüş eğilimine destek vermektedir. Bu nedenle, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesi ile uyumlu olarak projeksiyon dönemi için bozulan Pazar yapısında üretim ve satış varsayımlarında bulunulmuştur. Bu varsayım altında üretim ve kapasite kullanımına yönelik projeksiyonlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

2024-2028 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde, herhangi bir kapasite artırımı yatırımının gerçekleşmeyeceği varsayımı altında, Tablo 16'de gösterilen mamul üretim projeksiyonlarına karşılık gelen kapasite kullanım oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 16

(Ton/Yıl)	Mamul Üretim Projeksiyonu								2024-2028 YBBO %
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	
Mamul Üretim	1.136.799	669.679	818.904	875.463	996.824	1.091.297	1.178.205	1.252.541	
Büyüme - %	11,1%	-41,1%	22,3%	6,9%	13,9%	9,5%	8,0%	6,3%	8,9%
İnşaat Demiri	116.609	199.951	246.733	284.538	317.260	350.572	385.630	420.336	
Büyüme - %	-59,8%	71,5%	23,4%	15,3%	11,5%	10,5%	10,0%	9,0%	11,2%
Kütük Demir	1.020.190	469.727	572.171	590.925	679.564	740.725	792.575	832.204	
Büyüme - %	39,2%	-54,0%	21,8%	3,3%	15,0%	9,0%	7,0%	5,0%	7,8%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 17 (Ton/Yıl)	Kapasite Kullanım Projeksiyonu							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Mamul Üretim	1.136.799	669.679	818.904	875.463	996.824	1.091.297	1.178.205	1.252.541
<i>Kapasite</i>	1.590.760	1.590.760	1.590.760	1.590.760	1.590.760	1.590.760	1.590.760	1.590.760
<i>KKO (%)</i>	71,5%	42,1%	51,5%	55,0%	62,7%	68,6%	74,1%	78,7%
İnşaat Demiri	116.609	199.951	246.733	284.538	317.260	350.572	385.630	420.336
<i>Kapasite</i>	518.400	518.400	518.400	518.400	518.400	518.400	518.400	518.400
<i>KKO (%)</i>	22,5%	38,6%	47,6%	54,9%	61,2%	67,6%	74,4%	81,1%
Küçük Demir	1.020.190	469.727	572.171	590.925	679.564	740.725	792.575	832.204
<i>Kapasite</i>	1.072.360	1.072.360	1.072.360	1.072.360	1.072.360	1.072.360	1.072.360	1.072.360
<i>KKO (%)</i>	95,1%	43,8%	53,4%	55,1%	63,4%	69,1%	73,9%	77,6%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları
KKO: Kapasite Kullanım Oranı

P: Projeksiyon

2025 yılında tamamlanıp devreye alınması öngörülen ve izahnamenin 28.2. numaralı bölümünde detayları verilen yeni haddehane yatırımının projeksiyon döneminin takip eden yıllarında hasıllata sağlayacağı katkı işbu Fiyat Tespit Raporundaki değerlendirilmesine yansıtılmamıştır.

8.3.2.5 Ana Ürün Grupları Bazında Hasılat Dağılımı

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2 numaralı bölümünde açıklandığı üzere, projeksiyon dönemi için Şirket'in tarafımıza ürün bazında sağladığı 5 yıllık üretim ve satış hacmi projeksiyonları değerlendirilmesinde dikkate alınmış ve tarafımızca doğruluğu sorgulanmıştır. Şirket'in satış hacmine ilişkin 2023 yılı gerçekleşme tahmini ile 2024-2028 dönemi projeksiyonları UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan Pazar yapısı varsayımı altında tarafımızdan değerlendirilerek değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Birim satış fiyatlarına ilişkin öngörü ve varsayımlar oluşturulurken, gerek Türkiye demir-çelik sektöründe baz alınan hurda çelik fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklık ve gerekse döviz kuruna yönelik tahmin gücünü nedeniyle, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Aylık Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri, çelik fiyatlarının projeksiyonunda baz alınmıştır. Projeksiyonlarda kullanılan makroekonomik göstergelere ilişkin tahminler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 18	Makroekonomik Varsayımlar								
	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
GSYİH Büyüme (y/y)**	1,9%	11,4%	5,5%	4,5%	3,0%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
TÜFE (Yıllık Ortalama)*	12,3%	19,6%	72,3%	53,9%	54,5%	35,2%	24,1%	20,2%	16,9%
TÜFE (Yıl Sonu)*	14,6%	36,1%	64,3%	64,8%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	7,01	8,83	16,54	23,78	34,99	46,29	57,13	67,07	76,80
USD/TL (Yıl Sonu)*	7,34	12,98	18,70	29,44	40,53	52,05	62,20	71,93	81,66
ABD TÜFE (Yıl Sonu)**	1,6%	7,4%	6,4%	3,0%	2,6%	2,3%	2,1%	2,4%	1,6%

Kaynak : TÜİK, TCMB

P: Projeksiyon

*: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi, Mar 2023
**: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/October/select-country-group>

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:17 / İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu Y.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270918
Mersis :038004352100015 www.aicapital.com.tr

2024-2028 projeksiyon dönemine ilişkin ciro öngörülere, aşağıdaki tabloda yer alan 5 yıllık TÜFE tahminleri oranında artırılan birim satış fiyatları ve Şirket tarafından sağlanan ve UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca tarafımızdan değerlendirilen tonaj bazlı satış hacmi ölçüsünde gerçekleştirilmiştir. Bu yaklaşım altında oluşturulan, Mamul Satış Hacmi Projeksiyonları aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 19	Mamul Satış Hacmi ve Birim Satış Fiyatları Projeksiyonu							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Mamul Satışlar								
Hacim (Ton/Yıl)	1.009.990	472.229	568.556	655.153	742.291	813.420	880.508	939.336
Büyüme (%)	35,7%	-53,2%	20,4%	15,2%	13,3%	9,6%	8,2%	6,7%
Birim Fiyat (TL/kg)	17,60	20,75	17,29	24,93	31,49	38,44	45,55	52,63
Değişim - %	49,4%	17,9%	-16,7%	44,2%	26,3%	22,1%	18,5%	15,5%
İnşaat Demiri								
Hacim (Ton/Yıl)	107.159	207.457	245.799	282.669	315.175	348.269	383.096	417.574
Büyüme (%)	-63,7%	93,6%	18,5%	15,0%	11,5%	10,5%	10,0%	9,0%
Birim Fiyat (TL/kg)	17,35	22,45	18,45	26,61	33,60	40,99	48,52	55,97
Değişim - %	49,1%	29,4%	-17,8%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
Kütük Demir								
Hacim (Ton/Yıl)	881.648	245.477	309.618	357.609	411.250	448.262	479.641	503.623
Büyüme (%)	104,6%	-72,2%	26,1%	15,5%	15,0%	9,0%	7,0%	5,0%
Birim Fiyat (TL/kg)	17,88	20,38	16,88	24,34	30,74	37,49	44,38	51,20
Değişim - %	46,2%	14,0%	-17,2%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
Hurda								
Hacim (Ton/Yıl)	2.704	10.448	2.842	3.239	3.531	3.814	4.042	4.204
Büyüme (%)	-50,1%	286,4%	-72,8%	14,0%	9,0%	8,0%	6,0%	4,0%
Birim Fiyat (TL/kg)	15,49	8,10	6,53	9,42	11,89	14,51	17,17	19,81
Değişim - %	327,7%	-47,7%	-19,4%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
Baca Tozu								
Hacim (Ton/Yıl)	18.480	8.847	10.298	11.637	12.335	13.075	13.729	13.935
Büyüme (%)	45,3%	-52,1%	16,4%	13,0%	6,0%	6,0%	5,0%	1,5%
Birim Fiyat (TL/kg)	6,13	6,06	4,65	6,71	8,47	10,33	12,23	14,11
Değişim - %	79,6%	-1,1%	-23,2%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.1 numaralı bölümünde de belirtildiği üzere Şirket'in gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsendiğinden, ürün bazında satış hacmine (tonaj) ilişkin varsayımlar oluşturularak projeksiyonlar yapılmıştır. Bu yaklaşım altında, Şirket 2024-2025 yıllarında, Kütük Demir satışlarının ve dolayısıyla üretiminin görece yüksek düzeyde gerçekleşeceğini varsaymaktadır. Bu noktada, 6 Şubat 2023 tarihinde yaşanan Kahramanmaraş ve Hatay merkezli 11 ilimizi etkileyen deprem sonrasında bölgenin yeniden imarının 31 Mart'ta yapılan Belediye seçimleri sonrasında hız kazanacağı yönünde oluşan beklenti nedeniyle, gerek inşaat demiri üretiminde ve gerekse çelik ürünlerin üretilmesinde hammadde olarak kullanılan Kütük Demir satışlarının görece yüksek oranda artacağı öngörülmektedir. Ayrıca, 6 Şubat depreminden sonra gerek hammadde tedariki ve gerekse işgücü bakımından 2023 yılının ilk yarısında üretim sürecinde yaşanan aksaklıklar 2023 yılının ikinci yarısında son bulduğundan, 2024 yılında üretim faaliyetlerinde ivmelenme

beklenmektedir.

Öte yandan, Şirket'in inşaat demirini kapsayan ticari mal satışları da bulunmaktadır. Ancak, inşaat demiri ticaretinde arz ve talep koşullarının öngörülemez olmasından dolayı, ticari mal satışlarına ilişkin olarak 2024-2028 projeksiyon dönemi için herhangi bir tahmin oluşturulamamış ve ticari mal satışlarının gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır.

Mamul mal ve ticari mal satışlarının toplulaştırıldığı konsolide satış hacmi ve birim satış fiyatlarına ilişkin projeksiyonlar Tablo 21'de yer almaktadır. Söz konusu tabloda Şirket'in Oksijen ve Argon gazı, tufal, talaş vs satışlarına yönelik hacim ve birim fiyat projeksiyonları yapılmamıştır. Şirketin üretim faaliyetlerinin sonucunda ortaya çıkan ve imalat sanayiinin çeşitli sektörlerinde girdi olarak kullanılan Oksijen ve Argon gazı, tufal, talaş gibi yan ürünlerin satışından elde edilen diğer gelirlerin projeksiyon dönemi boyunca enflasyon varsayımları oranında artacağı varsayılarak değerlendirilmiştir (Tablo 22).

Tablo 20	Ticari Mal Satış Hacmi ve Birim Satış Fiyatları Projeksiyonu							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Ticari Mal Satışları								
Hacim (Ton/Yıl)	5.039	47.362	57.689	-	-	-	-	-
Büyüme (%)	-89,1%	840,0%	21,8%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Birim Fiyat (TL/kg)	15,52	23,64	18,90	-	-	-	-	-
Değişim - %	116,8%	52,3%	-20,1%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
İnşaat Demiri								
Hacim (Ton/Yıl)	5.039	47.362	57.689	-	-	-	-	-
Büyüme (%)	-73,4%	840,0%	21,8%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Birim Fiyat (TL/kg)	15,52	23,64	18,90	-	-	-	-	-
Değişim - %	34,6%	52,3%	-20,1%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Tablo 21	Konsolide Satış Hacmi ve Birim Satış Fiyatları Projeksiyonu							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Brüt Satışlar (000 TL)	17.858.224	10.917.901	10.918.480	16.333.249	23.377.726	31.271.478	40.111.203	49.435.688
Hacim (Ton/Yıl)	1.015.029	519.591	626.245	655.153	742.291	813.420	880.508	939.336
Büyüme (%)	28,4%	-48,8%	20,5%	4,6%	13,3%	9,6%	8,2%	6,7%
Birim Fiyat (TL/kg)	17,59	21,01	17,43	24,93	31,49	38,44	45,55	52,63
Değişim - %	52,9%	19,4%	-17,0%	43,0%	26,3%	22,1%	18,5%	15,5%
İnşaat Demiri (000 TL)	1.937.361	5.776.983	5.625.796	7.520.970	10.590.529	14.274.494	18.586.847	23.371.405
Hacim (Ton/Yıl)	112.197	254.819	303.488	282.669	315.175	348.269	383.096	417.574
Büyüme (%)	-64,3%	127,1%	19,1%	-6,9%	11,5%	10,5%	10,0%	9,0%
Birim Fiyat (TL/kg)	17,27	22,67	18,54	26,61	33,60	40,99	48,52	55,97
Değişim - %	48,5%	31,3%	-18,2%	43,5%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
Kütük Demir (000 TL)	15.765.771	5.002.655	5.226.211	8.703.704	12.640.693	16.806.535	21.286.991	25.784.349
Hacim (Ton/Yıl)	881.648	245.477	309.618	357.609	411.250	448.262	479.641	503.623
Büyüme (%)	104,6%	-72,2%	26,1%	15,5%	15,0%	9,0%	7,0%	5,0%
Birim Fiyat (TL/kg)	17,88	20,38	16,88	24,34	30,74	37,49	44,38	51,20
Değişim - %	46,2%	14,0%	-17,2%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
Hurda (000 TL)	41.882	84.681	18.558	30.504	41.991	55.317	69.410	83.273
Hacim (Ton/Yıl)	2.704	10.448	2.842	3.239	3.531	3.814	4.042	4.204
Büyüme (%)	-50,1%	286,4%	-72,8%	14,0%	9,0%	8,0%	6,0%	4,0%
Birim Fiyat (TL/kg)	15,49	8,10	6,53	9,42	11,89	14,51	17,17	19,81
Değişim - %	327,7%	-47,7%	-19,4%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
Baca Tozu (000 TL)	113.210	53.582	47.916	78.072	104.513	135.131	167.956	196.660
Hacim (Ton/Yıl)	18.480	8.847	10.298	11.637	12.335	13.075	13.729	13.935
Büyüme (%)	45,3%	-52,1%	16,4%	13,0%	6,0%	6,0%	5,0%	1,5%
Birim Fiyat (TL/kg)	6,13	6,06	4,65	6,71	8,47	10,33	12,23	14,11
Değişim - %	79,6%	-1,1%	-23,2%	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Fason satış geliri ile daire satış gelirlerinin değerlendirilmesine dahil edilmediği, oksijen ve argon gazı, tufal, talaş gibi yan ürünlerin satışından elde edilen diğer gelirlerin ise enflasyon varsayımları oranında artırıldığı 2024-2028 yılları arasında üretim hacmi, kapasite kullanımı ve birim satış fiyatlarına yönelik olarak yaptığımız varsayım ve öngörüler altında, hasılat projeksiyonları ana ürün kategorileri bazında aşağıdaki tablodaki gibi tahmin edilmiştir.

Tablo 22	Ürün ve İş Kolu Bazında Hasılat Projeksiyonu							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Net Satışlar	17.992.803	10.975.546	10.954.841	16.386.658	23.445.176	31.353.752	40.208.594	49.548.037
Büyüme %	95,8%	-39,0%	-0,2%	49,6%	43,1%	33,7%	28,2%	23,2%
Toplam Brüt Satışlar	17.858.224	10.917.901	10.918.480	16.333.249	23.377.726	31.271.478	40.111.203	49.435.688
İnşaat Demiri	1.937.361	5.776.983	5.625.796	7.520.970	10.590.529	14.274.494	18.586.847	23.371.405
Kütük Demir	15.765.771	5.002.655	5.226.211	8.703.704	12.640.693	16.806.535	21.286.991	25.784.349
Hurda	41.882	84.681	18.558	30.504	41.991	55.317	69.410	83.273
Baca Tozu	113.210	53.582	47.916	78.072	104.513	135.131	167.956	196.660
Diğer Gelirler	134.579	57.645	37.041	53.409	67.450	82.274	97.390	112.349
Fason Hizmet Geliri	118.619	29.193	-	-	-	-	-	-
Daire Satış Geliri	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer Gelirler	15.960	28.452	37.041	53.409	67.450	82.274	97.390	112.349
(-) İfade İndirimler	-	-	680	-	-	-	-	-

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.6 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

Satışların Maliyeti: Satışların maliyeti ağırlıklı olarak (yaklaşık %81-82 oranında) hammadde ve enerji giderlerinden oluşmaktadır. Ara malı ve yarı mamul giderler de Satışların Maliyetinin (SM) yaklaşık %5'ini oluşturmaktadır. İşçilik giderleri ise SM'nin yaklaşık %1'ini oluşturmaktadır. İşbu Fiyat Tespit Raporunda satışların maliyeti büyük oranda yukarıda açıklanan maliyet unsurları üzerine modellenmiştir. 2022 yılında mamul üretimde kg başına 13,92 TL olarak gerçekleşen birim maliyetin 2023 yılı sonu itibarıyla 11,05 TL'ye gerilemesi beklenmektedir. 2024 – 2028 projeksiyon döneminde ise TCMB EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri oranında birim maliyetler artırılmıştır. Aramalı ve yarı mamul giderlerinin ise mamul mal satışının projeksiyon dönemi boyunca %5'i düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Enerji maliyetleriyle ilgili olarak, birim elektrik tüketimi finansal raporlama dönemi itibarıyla ortalama 0,50 kg/KWh olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde birim elektrik tüketim maliyeti ortalama 0,19 \$/KWh olarak gerçekleşmiştir. ABD Dolar Kurunun ise Türkiye ve ABD'de beklenen enflasyon farkı kadar yükseleceği öngörülmüştür. Bu varsayımlar altında elektrik giderlerinin projeksiyonu yapılmıştır. Akaryakıt giderleri ile ilgili olarak Şirket tarafından projekte edilen akaryakıt tüketimi tarafımızdan incelenmiş ve değerlendirme çalışmasında kullanılmasına karar verilmiştir. Litre başına birim akaryakıt maliyetinin ise TCMB Anketinde açıklanan 5 yıllık enflasyon tahminleri ölçüsünde artacağı varsayılmıştır.

İşçilik giderleri tarafında, 31.12.2023 itibarıyla 447 olan istihdamın, 2024 yılında 450'ye 2025 yılda ise 460'a yükselip 2028 yılının sonuna kadar bu düzeyde sabit kalacağı öngörülmüştür. 2023 yılında %52,4 oranında artan ortalama işçilik giderinin, 2024 – 2028 yılları arasında TCMB Anketinde açıklanan 5 yıllık enflasyon tahminleri ölçüsünde artacağı varsayılmıştır. Satışların maliyeti içinde gösterilen amortisman tutarı, Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.6. numaralı bölümünde açıklandığı gibi devam eden faaliyetler ve öngörülen sabit sermaye yatırımları baz alınarak tahmin edilmiştir. 2021-2023 döneminde cironun ortalama %0,8'ini oluşturan amortisman giderlerinin ciro'ya oranının 2024-2028 yılları arasında kademeli düşüşle %0,3'e gerileyeceği tahmin edilmiştir. Sonuç olarak 2023 sonu itibarıyla, 2022 yılı ile kıyaslandığında %95,9'dan %92,7'ye gerileyen SM/Ciro oranının, 2024 yılında %91,7'ye geriledikten sonra, 2025 yılında %91,9'a hafifçe yükseleceği, 2026 yılında %91,4'e gerileyip, 2027-2028 yıllarında %91,2 seviyesinde stabilite kazanacağı tahmin edilmektedir.

Tablo 23

		Satışların Maliyeti - Gerçekleşme		
	Birim	2021	2022	2023
SATIŞLARIN MALİYETİ	(TL)	16.549.121.263	10.521.023.017	10.159.982.886
<i>Net Satışlarının %'si</i>	(%)	92,0%	95,9%	92,7%
A.SATILAN MAMUL MALİYETİ	(TL)	16.435.901.585	9.320.989.045	9.049.924.084
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	(%)	92,4%	95,1%	92,1%
1.Hammadde	(TL)	14.289.989.790	7.084.014.500	7.145.587.169
-İlk madde ve malzeme Giderleri	(TL)	14.289.989.790	7.084.014.500	7.145.587.169
<i>Tonaj</i>	(kg)	1.009.990.450	472.228.666	568.556.269
<i>Birim Maliyet</i>	(TL/kg)	14,15	15,00	12,57
<i>Değişim - %</i>		61,0%	6,0%	-16,2%
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	(TL)	1.158.343.271	1.526.992.211	1.131.265.728
-Enerji (Elektrik) Giderleri	(TL)	1.142.856.092	1.515.881.009	1.119.672.430
<i>Tüketim</i>	(KWh)	500.924.309	244.084.125	293.873.645
<i>Birim Tüketim</i>	(kg/KWh)	0,50	0,52	0,52
<i>Birim Maliyet</i>	(TL/KWh)	2,28	6,21	3,81
<i>Değişim - %</i>		0,18	0,33	0,13
-Akaryakıt Giderleri	(TL)	15.487.179	11.111.202	11.593.298
<i>Tüketim</i>	(Litre)	441.340	240.684	289.780
<i>Birim Maliyet</i>	(TL/Litre)	35,09	46,17	40,01
<i>Değişim - %</i>		-12,3%	31,6%	-13,3%
3.İşçilik Giderleri	(TL)	144.070.468	90.646.243	143.728.206
-Çalışanlara Sağlanan Faydalar/Giderler	(TL)	143.273.832	89.232.440	140.400.910
<i>İşçi Sayısı</i>	(#)	483	433	447
<i>Ortalama İşçi Gideri</i>	(TL)	296.633	206.080	314.096
<i>Değişim - %</i>		43,9%	-30,5%	52,4%
-Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri	(TL)	796.636	1.413.803	3.327.296
<i>Çalışanlara Sağlanan Fayda %'si</i>	(%)	0,6%	1,6%	2,4%
4.Ara Malı, Yarı Mamul & Ekipman Gid.	(TL)	653.474.232	450.058.514	450.977.407
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	(%)	3,68%	4,59%	4,59%
-Elektrod ve Reflektör Giderleri	(TL)	369.681.751	173.679.971	178.664.511
-Kireç Giderleri	(TL)	89.689.362	72.565.296	85.995.377
-Oksijen-Argon Gaz Giderleri	(TL)	100.298.138	142.443.876	106.265.935
-Makine Kiralama Giderleri	(TL)	3.793.874	8.433.038	6.915.305
-Diğer Sarf Malzeme Giderleri	(TL)	90.011.107	52.936.333	73.136.279
5.Bakım, Onarım Giderleri	(TL)	106.685.269	61.757.310	47.254.320
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	(%)	0,60%	0,63%	0,48%
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	(TL)	76.805.258	98.710.647	119.993.621
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	(%)	0,43%	1,01%	1,22%
7.Diğer Üretim Giderleri	(TL)	6.533.297	8.809.620	11.117.633
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	(%)	0,04%	0,09%	0,11%
-Dışarıdan Sağlanan Faydalar	(TL)	5.043.934	4.004.826	3.398.100
-Sigorta Giderleri	(TL)	1.452.660	4.773.888	7.717.098
-Vergi Resim ve Harç Giderleri	(TL)	-	-	-
-Diğer Giderler	(TL)	36.703	30.906	2.435
B.SATILAN TİCARİ MAL MALİYETİ	(TL)	79.777.865	1.156.707.958	1.103.270.238
<i>Ticari Mal Hasılatının %'si</i>	(%)	101,99%	103,31%	101,21%
C.HİZMET VE DİĞER SM	(TL)	33.441.813	43.326.014	6.788.564
<i>-Diğer Satışların %'si</i>	(%)	24,85%	75,16%	18,33%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 24 (TL)	Satışların Maliyeti - Projeksiyon				
	2024	2025	2026	2027	2028
SATIŞLARIN MALİYETİ	15.031.498.051	21.553.661.486	28.664.398.212	36.665.902.817	45.191.766.744
<i>Net Satışlarının %'si</i>	91,7%	91,9%	91,4%	91,2%	91,2%
A.SATILAN MAMUL MALİYETİ	15.015.475.367	21.533.426.438	28.639.715.946	36.636.685.701	45.158.062.084
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	91,9%	92,1%	91,6%	91,3%	91,3%
1.Hammadde	11.872.512.163	16.988.028.189	22.707.228.311	29.096.101.528	35.807.599.958
-İlk madde ve malzeme Giderleri	11.872.512.163	16.988.028.189	22.707.228.311	29.096.101.528	35.807.599.958
<i>Tonaj</i>	655.153.420	742.291.349	813.419.839	880.507.653	939.335.928
<i>Birim Maliyet</i>	18,12	22,89	27,92	33,04	38,12
<i>Değişim - %</i>	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	1.883.936.163	2.823.396.265	3.698.097.977	4.715.117.571	5.916.781.593
-Enerji (Elektrik) Giderleri	1.864.673.705	2.795.834.182	3.661.256.825	4.667.910.845	5.858.685.853
<i>Tüketim</i>	343.300.392	400.837.328	439.246.713	484.279.209	535.421.479
<i>Birim Tüketim</i>	0,52	0,54	0,54	0,55	0,57
<i>Birim Maliyet</i>	5,43	6,97	8,34	9,64	10,94
<i>Değişim - %</i>	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
-Akaryakıt Giderleri	19.262.458	27.562.084	36.841.152	47.206.726	58.095.740
<i>Tüketim</i>	333.917	378.329	414.581	448.774	478.758
<i>Birim Maliyet</i>	57,69	72,85	88,86	105,19	121,35
<i>Değişim - %</i>	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
3.İşçilik Giderleri	208.694.023	269.258.703	327.986.542	388.247.195	447.879.245
-Çalışanlara Sağlanan Faydalar	203.802.757	263.102.113	320.926.167	379.889.623	438.238.009
<i>İşçi Sayısı</i>	450	460	460	460	460
<i>Ortalama İşçi Gideri</i>	452.895	571.961	697.666	825.847	952.691
<i>Değişim - %</i>	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
-Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri	4.891.266	6.156.589	7.060.376	8.357.572	9.641.236
<i>Çalışanlara Sağlanan Fayda %'si</i>	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%
4.Ara Malı, Yarı Mamul/Ekipman Gid.	816.662.461	1.168.886.312	1.563.573.894	2.005.560.173	2.474.008.994
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
-Elektrod ve Reflakter Giderleri	323.538.601	463.079.742	619.443.814	794.546.295	980.132.486
-Kireç Giderleri	155.726.640	222.891.031	298.152.689	382.433.578	471.760.520
-Oksijen-Argon Gaz Giderleri	192.434.030	275.430.199	368.432.297	472.579.610	582.962.417
-Makine Kiralama Giderleri	12.522.734	17.923.748	23.975.903	30.753.337	37.936.550
-Diğer Sarf Malzeme Giderleri	132.440.456	189.561.592	253.569.192	325.247.354	401.217.022
5.Bakım, Onarım Giderleri	97.999.495	140.266.357	187.628.867	260.722.823	321.331.971
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	0,60%	0,60%	0,60%	0,65%	0,65%
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	117.704.487	117.875.113	120.801.728	126.814.088	136.081.067
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	0,72%	0,50%	0,39%	0,32%	0,27%
7.Diğer Üretim Giderleri	17.966.574	25.715.499	34.398.626	44.122.324	54.379.257
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
-Dışarıdan Sağlanan Faydalar	5.491.476	7.859.932	10.513.926	13.485.970	16.620.998
-Sigorta Giderleri	12.471.163	17.849.935	23.877.166	30.626.690	37.746.349
-Vergi Resim ve Harç Giderleri	-	-	-	-	-
-Diğer Giderler	3.935	5.632	7.534	9.664	11.910
B.SATILAN TİCARİ MAL MALİYETİ	0	0	0	0	0
<i>-Ticari Mal Hasılatının %'si</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
C.HİZMET VE DİĞER SM	16.022.685	20.235.049	24.682.267	29.217.116	33.704.661
<i>-Diğer Satışların %'si</i>	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Faaliyet Giderleri: Faaliyet gideri içindeki en büyük payı 2023 sonu itibarıyla %68 ile personel giderleri almaktadır. Personel gideri dışında Şirket'in başka büyük tutarlı faaliyet gideri bulunmamaktadır. 2023 yılında cironun %0,9'unu oluşturan faaliyet giderlerinin, 2024 yılında cironun %1,1'i düzeyine yükseldikten sonra, 2025 ve 2026 yıllarında cironun %0,9'una, 2027-2028 yıllarında cironun %0,8'ine hafifçe gerilemesi öngörülmüştür. Amortisman giderinin yer almadığı⁷ faaliyet giderlerine ilişkin projeksiyonlar Tablo 26'da gösterilmiştir.

Tablo 25		Faaliyet Giderleri - Gerçekleşme		
(TL)		2021	2022	2023
Faaliyet Giderleri		69.916.705	83.643.814	97.176.616
	<i>Artış - %</i>	22,1%	19,6%	16,2%
	<i>Cironun %'si</i>	0,4%	0,8%	0,9%
Genel Yönetim Giderleri		67.738.308	73.868.459	95.614.916
	<i>Cironun %'si</i>	0,38%	0,67%	0,87%
Personel Giderleri		47.876.840	45.286.148	65.935.643
-Personel Gideri		43.199.134	44.273.811	63.206.861
	<i>Personel Sayısı</i>	483	433	447
	<i>Ortalama Personel Gideri</i>	89.439	102.249	210.164
		15,3%	14,3%	105,5%
-Kıdem Tazminatı Karşılık Gideri		4.677.706	1.012.337	2.728.782
	<i>Personel Giderinin %'si</i>	10,83%	2,29%	4,32%
Ofis ve Kira Giderleri		4.279.121	7.899.123	4.434.963
	<i>Artış</i>	48,62%	84,60%	-43,85%
Danışmanlık Gideri		3.516.556	5.475.735	5.916.947
	<i>Cironun %'si</i>	0,02%	0,05%	0,05%
Seyahat, Konaklama, Temsil ve Ağırlama		4.067.917	7.554.129	2.976.393
	<i>Cironun %'si</i>	0,02%	0,07%	0,03%
Diğer		7.997.874	7.653.323	16.350.970
	<i>Cironun %'si</i>	0,04%	0,07%	0,15%
Pazarlama Giderleri		2.178.396	9.775.354	1.561.700
	<i>Cironun %'si</i>	0,01%	0,09%	0,01%
Nakliye ve Kargo Giderleri		241.760	7.889.153	8.767
	<i>Cironun %'si</i>	0,00%	0,07%	0,00%
Seyahat ve Konaklama Giderleri		790.402	1.403.383	1.504.444
	<i>Cironun %'si</i>	0,00%	0,01%	0,01%
Reklam Giderleri		29.797	466.821	14.986
	<i>Cironun %'si</i>	0,00%	0,00%	0,00%
Diğer Giderler		1.116.437	15.998	33.503
	<i>Cironun %'si</i>	0,01%	0,00%	0,00%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
 Mersis :0388004352100015 www.aicapital.com.tr

⁷ Özel Bağımsız Denetim Raporlarında amortisman gideri sadece Satışların Maliyetinde gösterilmiştir.

Tablo 26 (TL)	Faaliyet Giderleri - Projeksiyon				
	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Faaliyet Giderleri	173.721.564	222.494.980	272.514.093	326.124.371	393.961.652
<i>Artış - %</i>	78,8%	28,1%	22,5%	19,7%	20,8%
<i>Cironun %'si</i>	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Genel Yönetim Giderleri	171.506.152	219.325.285	268.275.188	320.688.327	387.262.952
<i>Cironun %'si</i>	1,05%	0,94%	0,86%	0,80%	0,78%
Personel Giderleri	144.547.715	186.605.961	225.470.505	266.895.985	307.889.339
-Personel Gideri	136.365.769	176.043.359	214.733.815	254.186.652	293.227.942
<i>Personel Sayısı</i>	450	460	460	460	460
<i>Ortalama Personel Gideri</i>	303.035	382.703	466.813	552.580	637.452
<i>Artış - %</i>	44,2%	26,3%	22,0%	18,4%	15,4%
-Kıdem Tazminatı Karşılık Gideri	8.181.946	10.562.602	10.736.691	12.709.333	14.661.397
<i>Personel Giderinin %'si</i>	6,00%	6,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Ofis ve Kira Giderleri	5.543.704	6.929.630	8.315.556	9.562.889	10.997.322
<i>Artış - %</i>	25,00%	25,00%	20,00%	15,00%	15,00%
Danışmanlık Gideri	6.742.931	7.033.553	9.406.126	12.062.578	19.819.215
<i>Cironun %'si</i>	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%
Seyahat, Konaklama, Temsil	6.478.473	7.033.553	9.406.126	12.062.578	21.801.136
<i>Cironun %'si</i>	0,04%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%
Diğer	8.193.329	11.722.588	15.676.876	20.104.297	26.755.940
<i>Cironun %'si</i>	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Pazarlama Giderleri	2.215.412	3.169.696	4.238.904	5.436.044	6.698.700
<i>Cironun %'si</i>	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Nakliye ve Kargo Giderleri	15.283	21.867	29.243	37.501	46.212
<i>Cironun %'si</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Seyahat ve Konaklama Giderleri	2.133.081	3.051.900	4.081.374	5.234.024	6.449.756
<i>Cironun %'si</i>	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
Reklam Giderleri	46.398	66.384	88.777	113.849	140.294
<i>Cironun %'si</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diğer Giderler	20.650	29.545	39.511	50.669	62.439
<i>Cironun %'si</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Yatırım harcamaları: İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.4 numaralı bölümünde yer alan Tablo 17'de gösterildiği gibi mamul ürün imalatında kapasite kullanım oranı 2023 sonu itibarı ile %51,5 oranında gerçekleşmiştir. Görece düşük kapasite kullanımı ile faaliyet gösteren Şirket'in kapasite artırımına yönelik herhangi bir ilave yatırıma ihtiyacı bulunmamaktadır. Öte yandan, projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in yıllık olağan sabit sermaye yatırımlarına devam edeceği varsayılmıştır. Bu yaklaşım altında 2024-2028 projeksiyon yılları arasında yatırım harcamaları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 27 (000 TL)	Faaliyet Giderleri - Projeksiyon							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Toplam Yatırımlar	211.544	595.526	77.282	85.657	122.553	163.893	210.179	258.998
<i>Ciro Oranı (%)</i>	1,18%	5,43%	0,71%	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%
Üretim Kapasite Yatırımı	202.917	584.584	54.257	81.933	117.226	156.769	201.043	247.740
<i>Ciro Oranı (%)</i>	1,13%	5,33%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Sabit Kıymet Yatırımları	1.345	1.573	2.489	3.723	5.327	7.124	9.136	11.258
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,01%	0,01%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Depo Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Taşıt Yatırımı	7.282	9.369	20.536	0	0	0	0	0
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,04%	0,09%	0,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Yukarıda yatırım harcamalarına yönelik projeksiyonlar işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.10 numaralı bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi üzerinden Şirket'in özsermaye değerine yansıtılmıştır. Öte yandan, 2025 yılında tamamlandı devreye alınması öngörülen ve izahnamenin 28.2. numaralı bölümünde detayları verilen yeni haddehane yatırımının projeksiyon döneminin takip eden yıllarında hasıllata sağlayacağı katkı işbu Fiyat Tespit Raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır.

Amortisman Giderleri: 31.12.2023 hesap dönemine ait Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Bu yaklaşım altında amortisman giderinin hasıllata oranı 2020'de %0,38, 2021'de %0,43 ve 2022 yılında %0,90 ile yaklaşık 98.710.647 TL tutarında gerçekleşmiştir. 2023 yılının sonunda ise amortisman giderlerinin ciro'ya oranının %1,10 düzeyinde 119.993.621 TL olarak gerçekleşmiştir. 2024-2028 projeksiyon döneminde öngörülen olağan sabit sermaye yatırımlarında ekonomik ömür 15 yıl varsayılmıştır. 2023 yılında önceki yıllardan edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklardan kaynaklanan amortisman da projeksiyon çalışmasına eklenmiştir.

Tablo 28 (000 TL)	Amortisman Gideri							
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Amortisman Gideri (a+c)	76.805	98.711	119.994	117.704	117.875	120.802	126.814	136.081
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,43%	0,90%	1,10%	0,72%	0,50%	0,39%	0,32%	0,27%
a) Devam Eden Faaliyetin Amortismanı	76.805	98.711	119.994	111.994	103.994	95.995	87.995	79.996
<i>Satışların Maliyeti</i>	76.805	98.711	119.994	111.994	103.994	95.995	87.995	79.996
<i>Faaliyet Gideri</i>	0	0	0	0	0	0	0	0
b) Sabit Sermaye Yatırımları				85.657	122.553	163.893	210.179	258.998
<i>Ekonomik Ömür (Yıl)</i>				15	15	15	15	15
c) Yeni Yatırımların Amortismanı				5.710	13.881	24.807	38.819	56.085
<i>Yatırım-2024</i>				5.710	5.710	5.710	5.710	5.710
<i>Yatırım-2025</i>					8.170	8.170	8.170	8.170
<i>Yatırım-2026</i>						10.926	10.926	10.926
<i>Yatırım-2027</i>							14.012	14.012
<i>Yatırım-2028</i>								17.267

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

8.3.2.7 FAVÖK Gelişimi

İşbu Fiyat Tespit Raporunda, ticari kur farkı ve vade farkı gelir ve giderlerinin kaydedildiği “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK⁸ düzeltilmiştir. Söz konusu düzeltmenin yapılmasının temel nedeni, Esas Faaliyetlerle İlgili Diğer Gelir ve Gider Kalemleri altında yer alan “kur farkı ve vade farkı gelir ve gider kalemlerinin” ileriye dönük projeksiyonlarında yaşanan tahmin imkansızlığıdır. Düzeltilmiş FAVÖK rakamı, İNA ve Çarpan Analizinde kullanılarak özsermaye değerine ulaşılmıştır. Yukarıda anlatılan yöntem altında Koç Metalurji’nin “düzeltilmiş” FAVÖK tutarı 2023 yılında 817.675.347 TL olup, net satışlara oranı %7,5 olarak hesaplanmıştır (Tablo 29).

Tablo 29 (TL)	FAVÖK* Projeksiyonları		
	2021	2022	2023
Net Satışlar	17.992.802.760	10.975.545.964	10.954.841.228
<i>Büyüme %</i>	95,8%	-39,0%	-0,2%
Satışların Maliyeti	16.549.121.263	10.521.023.017	10.159.982.886
<i>SMM/Net Satışlar</i>	92,0%	95,9%	92,7%
Brüt Satış Karı	1.443.681.497	454.522.947	794.858.342
<i>Brüt Satış Kar/Marjı</i>	8,0%	4,1%	7,3%
Faaliyet Giderleri	69.916.704	83.643.813	97.176.616
<i>% Net Satışlar</i>	0,4%	0,8%	0,9%
Pazarlama Satış Giderleri	2.178.396	9.775.354	1.561.700
<i>% Net Satışlar</i>	0,0%	0,1%	0,0%
Genel Yönetim Giderleri	67.738.308	73.868.459	95.614.916
<i>% Net Satışlar</i>	0,4%	0,7%	0,9%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0
<i>% Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%
Esas Faaliyet Karı	1.373.764.793	370.879.134	697.681.726
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	7,6%	3,4%	6,4%
Amortisman	76.805.258	98.710.647	119.993.621
<i>Amortisman/Net Satışlar</i>	0,4%	0,9%	1,1%
Düzeltilmiş FAVÖK	1.450.570.051	469.589.781	817.675.347
<i>FAVÖK Marjı</i>	8,1%	4,3%	7,5%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar

* : Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar

P: Projeksiyon

“Düzeltilmiş” FAVÖK tutarının 2024 – 2028 yıllarına ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu’nun 8.3.2.10. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir.



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Eserence Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
 Mersis :0388004352100015 www.aicapital.com.tr

⁸ Ticari kur farkı ve vade farkı gelir ve giderlerinin kaydedildiği “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir.

Tablo 30 (TL)	FAVÖK* Projeksiyonları				
	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Net Satışlar	16.386.658.174	23.445.176.397	31.353.752.108	40.208.593.854	49.548.036.639
<i>Büyüme %</i>	49,6%	43,1%	33,7%	28,2%	23,2%
Satışların Maliyeti	15.031.498.051	21.553.661.486	28.664.398.212	36.665.902.817	45.191.766.744
<i>SMM/Net Satışlar</i>	91,7%	91,9%	91,4%	91,2%	91,2%
Brüt Satış Karı	1.355.160.122	1.891.514.910	2.689.353.896	3.542.691.037	4.356.269.894
<i>Brüt Satış Kar/Marjı</i>	8,3%	8,1%	8,6%	8,8%	8,8%
Faaliyet Giderleri	173.721.564	222.494.980	272.514.093	326.124.371	393.961.652
<i>% Net Satışlar</i>	1,1%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Pazarlama Satış Giderleri	2.215.412	3.169.696	4.238.904	5.436.044	6.698.700
<i>% Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Genel Yönetim Giderleri	171.506.152	219.325.285	268.275.188	320.688.327	387.262.952
<i>% Net Satışlar</i>	1,0%	0,9%	0,9%	0,8%	0,8%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0	0	0
<i>% Net Satışlar</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Esas Faaliyet Karı	1.181.438.558	1.669.019.930	2.416.839.803	3.216.566.665	3.962.308.242
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	7,2%	7,1%	7,7%	8,0%	8,0%
Amortisman	117.704.487	117.875.113	120.801.728	126.814.088	136.081.067
<i>Amortisman/Net Satışlar</i>	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
Düzeltilmiş FAVÖK	1.299.143.045	1.786.895.042	2.537.641.530	3.343.380.753	4.098.389.309
<i>FAVÖK Marjı</i>	7,9%	7,6%	8,1%	8,3%	8,3%

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar


* : Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar

P: Projeksiyon

8.3.2.8 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2021, 2022 ve 2023 yıllarına ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Şirket'in Ticari İşletme Sermayesi ihtiyacı, 2021 yılında 402,9 Milyon TL, 2022 yılında 232,2 Milyon TL ve 2023 yılında 648,7 Milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Nakit çevirme gün sayısı da 2023'de 15 gün olmuştur.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenyurt Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blk. No:173 İç Kapı No:29 Sisli Çarşı
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 31	Ticari İşletme Sermayesi		
(TL)	2021	2022	2023
Net Satışlar	17.992.802.760	10.975.545.964	10.954.841.228
Satışların Maliyeti (SMM)	16.549.121.263	10.521.023.017	10.159.982.886
Ticari İşletme Sermayesi	402.879.318	232.230.428	648.759.678
<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>	670.773.262	-170.648.890	416.529.250
<i>Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	2,2%	2,1%	5,9%
Ticari Alacaklar	9.729.485	242.143.425	211.315.962
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	1	4	8
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	301,85	87,15	48,32
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	0,1%	2,2%	1,9%
Ticari Borçlar	1.092.722.035	1.587.231.691	1.107.949.257
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	28	44	48
Ortalama Borç Devir Hızı	12,82	8,23	7,55
Ticari Borçlar / SMM	6,6%	15,1%	10,9%
Stoklar	815.754.385	1.325.023.097	1.340.128.747
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	17	37	48
Ortalama Stok Devir Hızı	21,13	9,83	7,62
Stoklar / SMM	4,9%	12,6%	13,2%
Müşterilerden Alınan Avanslar	182.402.520	16.220.050	100.790.140
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	8	3	2
Alınan Avans / Net Satışlar	1,0%	0,1%	0,9%
Tedarikçilere Verilen Avanslar	852.520.003	268.515.647	306.054.366
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	20	19	10
Verilen Avans / SMM	5,2%	2,6%	3,0%
Nakit Çevirme Süresi (Gün)	2	13	15

Kaynak : Özel Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2023'de 8 gün olarak hesaplanırken, 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca 2021-2023 dönemindeki ortalama düzeyi olan 4 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in stok tutma gün süresi 2023 yılında 48 gün olarak hesaplanmıştır. 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca 2021-2023 dönemindeki ortalama düzeyi olan 34 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in ticari borç ödeme süresi de 2023'de 48 gün olarak belirlenmiştir. 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca 2021-2023 dönemindeki ortalama düzeyi olan 40 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2023'de 2 gün olarak hesaplanmış olup 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca 2021-2023 dönemindeki ortalama düzeyi olan 4 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Tedarikçilere verilen avans gün süresi de 2023'de ortalama 10 gün hesaplanmış olup, 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca 2021-2023 dönemindeki

ortalama düzeyi olan 17 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32 (000 TL)	Ticari İşletme Sermayesi Gelişimi ve Projeksiyonlar						
	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Ticari İşletme Sermayesi	232.230	648.760	352.750	513.692	705.107	917.288	1.146.203
/Hasılat	2,1%	5,9%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%
Ticari Alacaklar	242.143	211.316	161.255	235.565	324.080	423.219	529.369
Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	4	8	4	4	4	4	4
Ticari Borçlar	1.587.232	1.107.949	1.389.705	2.023.774	2.777.903	3.613.864	4.515.733
Ort. Ödeme Süresi (Gün)	44	48	40	40	40	40	40
Stoklar	1.325.023	1.340.129	1.173.322	1.708.664	2.345.372	3.051.170	3.812.615
Stok Çevirme (Gün)	37	48	34	34	34	34	34
Müşteri Avansları	16.220	100.790	162.123	236.832	325.824	425.495	532.217
Alınan Avans Süresi (Gün)	3	2	4	4	4	4	4
Tedarikçi Avansları	268.516	306.054	570.000	830.069	1.139.382	1.482.259	1.852.169
Verilen Avans Süresi (Gün)	19	10	17	17	17	17	17
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi	-170.649	416.529	-296.010	160.942	191.416	212.181	228.914
/Hasılat	-1,6%	3,8%	-1,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.9 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 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 yansıtması gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.30 maddesinin (b) bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

AOSM = Özsermaye Maliyeti * (1 – Finansal Borçluluk Oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Finansal Borçluluk Oranı

Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$R_e = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$


R_e = Özsermaye Maliyeti

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasada Beklenen Getiri Oranı

Risk Primi = Piyasada Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı ($R_m - R_f$)

β (Beta) = İşlem gören menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasaya göre risk seviyesi

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:175 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu / D: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270189
Mersis : 0383004352100015 www.aicapital.com.tr

Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi Türk Lirası'dır ("TL"). Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, geçerli para birimi olan TL cinsinden sunulmuştur. Buna bağlı olarak, İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

Risksiz Getiri Oranı (R_f): UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi (e) bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın ömrü ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak TRT081128T15 ISIN kodlu 8 Kasım 2028 vadeli tahvil seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi olan 16.04.2024'den bir iş günü öncesinde (15.04.2024) yukarıda tanımlanan tahvilin piyasa kapanış oranı %30,37 seviyesinde belirlenmiştir. 2024 yılında yukarıda tanımlanan tahvilin kapanış faiz oranı, yıl sonu enflasyon oranına yönelik düşüş beklentilerine rağmen, ihtiyatlı bir yaklaşım altında %30,50 seviyesinde varsayılmıştır. Öte yandan, işbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümde açıklanan TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinde gelecek 5 yılda TÜFE'de öngörülen düşüş beklentisine dayalı olarak risksiz faiz oranında da kademeli gerileme varsayılmıştır. Bu varsayım altında, TRT081128T15 ISIN kodlu tahvilin bileşik faiz oranının 2024-2028 projeksiyon döneminin sonu olan 2028 yılında %20,00 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür.

Risk Primi ($R_m - R_f$): New York Üniversitesi Stern School of Business Prof Dr. Aswath Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın Ocak 2024'de güncellenmiş versiyonuna⁹ göre, Türkiye'nin CDS bazında ülke risk primi %4,40 olarak hesaplanmıştır. Ancak, indirgenme oranının belirlenmesinde kullanılan ülke risk primi, ihtiyatlılık ilkesi gereği, %6,00 seviyesinde dikkate alınmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türkiye'nin Ülke Risk Primine ilaveten Şirket Risk Primi olarak da 1 puanlık bir Spesifik Risk Primi eklenmiştir. Bu şekilde Türk Sermaye Piyasalarının Risk Primi %7,00 olarak hesaplanmış ve 2024-2028 yılları için %7,00 seviyesinde sabit varsayılmıştır. Bu şekilde, Tablo 35'de belirlenen risksiz faiz oranına 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca toplamda 7,00 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60.5 / b bendinde yer alan "ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı" ifadesi karşılanmıştır.

Beta (β): Pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

- Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir; risk düzeyi sıfırdır.
- Beta = 1 ise; hisse senedi piyasa ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösterir.
- Beta > 1 ise; beklenen getiri daha çok risklidir.
- Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir.

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli Kat:101
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

⁹ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/>

Pratikte Beta hesaplaması mümkün olmakla birlikte, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamaması nedeniyle paya özgü Beta hesabı yapılamayacağından işbu fiyat tespit raporunda gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında Beta (β) = 1 kabul edilmiştir.

Borçluluk Oranı: Koç Metalurji'nin 31.12.2023 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre Şirket'in toplam finansal borcu 814,3 Milyon TL olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibarıyla Şirket'in 31.12.2023 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 33 (TL)	Finansal Borçluluk Durumu		
	2021	2022	2023
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	342.252.486	1.122.693.445	808.141.168
<i>Rotatif ve Spot Krediler</i>	315.424.097	1.122.691.052	616.400.000
<i>Taksitli Krediler</i>	26.779.679	0	21.726.152
<i>BCH ve KMH</i>	0	0	170.000.000
<i>Kredi Kartları</i>	48.710	2.393	15.016
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	6.178.772
<i>Banka Kredileri</i>	0	0	6.178.772
= Toplam Finansal Borçlar*	342.252.486	1.122.693.445	814.319.940
Özkaynaklar	3.194.055.678	4.964.206.283	5.042.527.600
Özkaynaklar + Finansal Borçlar Toplamı	3.536.308.164	6.086.899.728	5.856.847.540
Finansal Borçluluk Oranı**	9,7%	18,4%	13,9%

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Finansal Borçların hesaplanmasında Banka Kredilerinden kaynaklanan yükümlülükler dahil edilmiştir.

** : Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

31.12.2023 tarihi itibarıyla Şirket toplam 591,3 Milyon TL tutarında nakit durumu ile 223,0 Milyon TL tutarında net borç pozisyonundadır.

Tablo 34 (TL)	Net Borç (Nakit) Pozisyonu		
	2021	2022	2023
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	342.252.486	1.122.693.445	808.141.168
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	6.178.772
= Toplam Finansal Borçlar	342.252.486	1.122.693.445	814.319.940
<i>Eksi: Nakit Durumu</i>	1.089.793.218	1.183.307.797	591.287.328
<i>Eksi: Tahvil-Bono</i>	0	412.163	0
<i>Artı: İlişkili Taraflara (Ortaklara) Diğer Borçlar</i>	0	5.536.705	0
Net Finansal Borç (Nakit)	-747.540.732	-55.489.810	223.032.612

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu*, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Kurumlar Vergisi: Yeni Torba Kanun olarak bilinen 7456 Sayılı 6/2/2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telafisi için Ek Motorlu Taşıtlar Vergisi İhdası ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 15.07.2023 Tarih ve 32249 Sayılı Resmi Gazete'de

yayımlanmıştır¹⁰. Yapılan düzenleme ile %20 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı %5 puanlık artışla %25 (banka ve finans kurumlar için %30) olarak belirlenmiştir. Bu oran 01.10.2023 tarihinden itibaren verilecek beyannamelerden başlamak üzere kurumların 2023 ve izleyen yıllar kazançları için geçerli olacaktır. Bununla birlikte, kurumlar vergisi oranına ilişkin yapılan bir diğer değişiklik ise ihracattan elde edilen kazançlara ilişkin uygulanan indirim oranının artırılması olmuştur. Buna göre, ihracattan elde edilen kazançlara uygulanan 1 puanlık indirim 5 puana çıkarılmıştır. Dolayısıyla ihracattan elde edilen kazançlar için %20; imalattan elde edilen kazançlar için ise %24 kurumlar vergisi oranı uygulanacaktır. Son düzenleme kapsamında kurumlar vergisi oranı %25 seviyesinde AOSM hesaplamalarında uygulanmıştır. Ayrıca, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında aynı kurumlar vergisi oranı (%25) kullanılmıştır. Öte yandan, ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına uygulanan 5 puanlık Kurumlar Vergisi indirimi, Şirket'in Yurt Dışı Satışlarının ihmal edilebilir tutarda olmasından dolayı İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

Borçlanma Maliyeti: 31.12.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 19 numaralı dip notunda yer alan Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalara ilişkin detay bölümünde, Şirket'in kısa vadeli kredileri 808,1 Milyon TL'dir. Şirket'in aynı zamanda 6,2 Milyon TL tutarında da uzun vadeli kredisi bulunmaktadır. Söz konusu krediler üzerindeki ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı efektif faiz oranı %25,46'dır¹¹. İhtiyatlılık ilkesi gereği Şirket'in TL cinsi borçlanma maliyeti yukarıda ISIN kodu belirtilen tahvil faizinin işbu Fiyat Tespit Rapor tarihinden bir iş günü önceki piyasa kapanış oranının 2,5 puan üzerinde varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu seviyesinde sabit tutularak AOSM'ye yansıtılmıştır. İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 35 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)						
AOSM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2024	2025	2026	2027	2028
Risksiz Faiz Oranı	F	30,50%	26,00%	22,00%	20,00%	20,00%
Spesifik Risk Primi	S	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta (β)	B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	33,00%	28,50%	24,50%	22,50%	22,50%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	24,75%	21,38%	18,38%	16,88%	16,88%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	37,50%	33,00%	29,00%	27,00%	27,00%
Finansal Borçluluk Oranı*	FBO = [D / (D + E)]	13,90%	13,90%	13,90%	13,90%	13,90%
AOSM	= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO	35,73%	31,38%	27,52%	25,59%	25,59%

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: D, finansal borcu; E özkaynak tutarını göstermektedir.

Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminde (2024 – 2028) AOSM ortalama %29,16 oranında tahmin edilmiştir.

¹⁰ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/07/20230715-2.pdf>

¹¹ Bağımsız Denetim Raporu, 19.2 numaralı dip not

8.3.2.10 İNA Projeksiyonları

Koç Metalurji'nin 01.01.2024 – 31.12.2028 döneminde elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerinden 31.12.2023 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan 223,0 Milyon TL seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (a) bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Sabit büyüme oranı TL bazında %5 seviyesinde varsayılırken, Şirket'in aktifinde yer alan makina-ekipman için de herhangi bir hurda değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 01.01.2024 – 31.12.2028 tahmin dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz "serbest nakit akışlarının toplamını" söz konusu tahmin döneminde belirlediğimiz indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiş değeri ile Firma Değerine ulaşmaktayız. Söz konusu Firma değerinden Şirket'in net finansal borç pozisyonu çıkarılarak Şirketin Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. Özsermaye değeri Şirketin ödenmiş sermaye tutarına oranlanarak, Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmıştır.

Şirket'e ait 01.01.2024 – 31.12.2028 tahmin dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 37'de gösterilmektedir. Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 31.12.2023 tarihi itibarı ile hazırlanması nedeniyle firmaya ait Serbest Nakit Akımları bu tarihe indirgenerek İNA Yaklaşımına dahil edilmiştir. Her bir projeksiyon yılına ait İndirgeme Faktörü aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

$$\text{İndirgeme Faktörü} = 1/[(1+\text{AOSM})^{((\text{Değerleme Rapor Tarihi} - \text{Projeksiyon Yıl Sonu})/\text{Takvim Yılı Gün Sayısı})]$$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.


Tablo 36		İndirgeme Faktörü Hesabı		
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
16.04-31.12.2024	259	35,73%	$1/[(1+0,3573)^{(259)/366}]$	0,8056
01.01-31.12.2025	624	31,38%	$1/[(1+0,3138)^{(624)/365}]$	0,6271
01.01-31.12.2026	989	27,52%	$1/[(1+0,2752)^{(989)/365}]$	0,5175
01.01-31.12.2027	1.354	25,59%	$1/[(1+0,2559)^{(1.354)/365}]$	0,4294
01.01-31.12.2028	1.720	25,59%	$1/[(1+0,2559)^{(1.720)/366}]$	0,3427

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 37’da yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri hesaplanmıştır. Net bugünkü değer hesabı, şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarı ile elde edeceği “Serbest Nakit Akışlarının” ilgili projeksiyon yılına ait “indirgeme oranı” ile çarpılması sonucunda elde edilen indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken, Şirketin Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

Faaliyet Karı * (1-Vergi) + Amortisman – İşletme Sermayesindeki Değişim – Yatırım Harcamaları

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değerlerinin 01.01.2024 - 31.12.2028 projeksiyon dönemindeki toplamına (4.282,8 Milyon TL), 2028 yılı sonrası için %5,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (4.578,2 Milyon TL) eklenerek Firma Değerine (8.861,0 Milyon TL) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket’in 223,0 Milyon TL olan net finansal borç pozisyonunu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 8.638 Milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

 AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

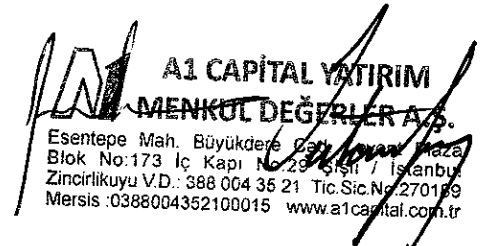
Tablo 37

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli

(000 TL)	Gerçekleşme			Projeksiyon				
	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Net Satışlar	17.992.803	10.975.546	10.954.841	16.386.658	23.445.176	31.353.752	40.208.594	49.548.037
<i>Yıllık Büyüme</i>	95,8%	-39,0%	-0,2%	49,6%	43,1%	33,7%	28,2%	23,2%
Satışların Maliyeti	16.549.121	10.521.023	10.159.983	15.031.498	21.553.661	28.664.398	36.665.903	45.191.767
<i>SM/Net Satışlar</i>	92,0%	95,9%	91,4%	91,7%	91,9%	91,4%	91,2%	91,2%
Brüt Kar	1.443.681	454.523	794.858	1.355.160	1.891.515	2.689.354	3.542.691	4.356.270
<i>Brüt Kar Marjı</i>	8,0%	4,1%	7,3%	8,3%	8,1%	8,6%	8,8%	8,8%
Esas Faaliyet Giderleri	69.917	83.644	97.177	173.722	222.495	272.514	326.124	393.962
<i>/ Net Satışlar</i>	0,4%	0,8%	0,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
<i>Yıllık Büyüme</i>	22,1%	19,6%	16,2%	78,8%	28,1%	22,5%	19,7%	20,8%
Vergi Faiz Öncesi Kar	1.373.765	370.879	697.682	1.181.439	1.669.020	2.416.840	3.216.567	3.962.308
<i>VFÖK Marjı</i>	7,6%	3,4%	6,4%	7,2%	7,1%	7,7%	8,0%	8,0%
Düzeltilmiş FAVÖK	1.450.570	469.590	817.675	1.299.143	1.786.895	2.537.642	3.343.381	4.098.389
<i>Yıllık Büyüme</i>	63,3%	-67,6%	74,1%	58,9%	37,5%	42,0%	31,8%	22,6%
<i>FAVÖK Marjı</i>	8,1%	4,3%	7,5%	7,9%	7,6%	8,1%	8,3%	8,3%
Amortisman Gideri	76.805	98.711	119.994	117.704	117.875	120.802	126.814	136.081
<i>/Net Satışlar</i>	0,4%	0,9%	1,1%	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%
Ticari İşletme Sermayesi	402.879	232.230	648.760	352.750	513.692	705.107	917.288	1.146.203
<i>/Net Satışlar</i>	2,2%	2,1%	5,9%	2,2%	2,2%	2,2%	2,3%	2,3%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	9.729	242.143	211.316	161.255	235.565	324.080	423.219	529.369
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	1	4	8	4	4	4	4	4
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	1.092.722	1.587.232	1.107.949	1.389.705	2.023.774	2.777.903	3.613.864	4.515.733
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	28	44	48	40	40	40	40	40
Stoklar	815.754	1.325.023	1.340.129	1.173.322	1.708.664	2.345.372	3.051.170	3.812.615
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	17	37	48	34	34	34	34	34
Müşterilerden Alınan Avans	182.403	16.220	100.790	162.123	236.832	325.824	425.495	532.217
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	8	3	2	4	4	4	4	4
Tedarikçilere Verilen Avans	852.520	268.516	306.054	570.000	830.069	1.139.382	1.482.259	1.852.169
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	20	19	10	17	17	17	17	17
İşletme Sermayesi Değişim	670.773	-170.649	416.529	-296.010	160.942	191.416	212.181	228.914
<i>/Net Satışlar</i>	3,7%	-1,6%	3,8%	-1,8%	0,7%	0,6%	0,5%	0,5%
Yatırım Harcamaları	211.544	595.526	77.282	85.657	122.553	163.893	210.179	258.998
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	1,2%	5,4%	0,7%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
-Kapasite Yatırımları	202.917	584.584	54.257	81.933	117.226	156.769	201.043	247.740
-Yenileme Yatırımları	1.345	1.573	2.489	3.723	5.327	7.124	9.136	11.258
Vergi	0	0	0	295.360	417.255	604.210	804.142	990.577
Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)				1.214.137	1.086.145	1.578.123	2.116.879	2.619.900
<i>AOSM</i>				35,73%	31,38%	27,52%	25,59%	25,59%
<i>İndirgeme Oranı</i>				0,8056	0,6271	0,5175	0,4294	0,3427
İndirgenmiş Nakit Akımları				978.105	681.131	816.661	909.043	897.870
Toplam İndirgenmiş S.N.A	4.282.811							

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar
 *:Stoklardaki değişim SMM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Çarşıları Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Kat:1 / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270169
 Mersis :0388004352100015 www.ai-capital.com.tr

Tablo 38 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon TL)			
Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	A	4.098,4 - 990,6	3.107,8
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	B	3.107,8 * (1+ 5,0%)	3.263,2
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	C	259,0 * (1+ 5,0%)	271,9
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	D	228,9 * (1+ 5,0%)	240,4
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	E	B - C - D	2.750,9
<i>AOSM@2028</i>	F	<i>AOSM Formülü</i>	25,59%
<i>Terminal Büyüme Oranı</i>	G	<i>Varsayım</i>	5,0%
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	$E * [1/(F - G)]$	13.358,9
<i>İndirgeme Oranı@2028</i>	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/365}]$	0,3427
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	$H * I$	4.578,2
01.01.2024 - 31.12.2028 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	4.282,8
Firma Değeri (Değerleme Tarihi)	L	J+ K	8.861,0
Toplam Finansal Borç (31.12.2023)	M	Bilanço Verisi	814,3
Nakit ve Nakit Benzerleri (31.12.2023)	N	Bilanço Verisi	591,3
Özsermaye Değeri (Değerleme Tarihi)	P	L-(M-N)	8.638,0

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.3 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

8.3.3.1 Yurtiçi Sektör Çarpanları

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca, Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle karşılaştırmaların yapıldığı Pazar yaklaşımının pratik ve güvenilir olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.2 maddesinin (b) bendi uyarınca değerlendirme konusu Şirket'e önemli ölçüde benzerlik gösteren Şirket(ler)in ilgili Borsa pazarında aktif olarak işlem görmesi zorunludur.

Koç Metalurji'nin çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le benzer faaliyette bulunan borsa şirketleri İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. (IZMDC.IS), Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (KRDMC.IS), Kocaeli Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (KCAER.IS) ve Iskenderun Demir ve Çelik A.S. (ISDMR.IS) olarak tespit edilmiştir. Ayrıca, Şirket'in faaliyet gösterdiği Metal Ana Sektörü (XMANA) ile İmalat Sektörünü (İMALAT) kapsayan Yurtiçi Sektör Çarpanları da değerlendirilmiştir. Bu şekilde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.6 uyarınca her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen Pazar Çarpanlarının kullanılması ilkesi karşılanmış olmaktadır. Sektörel bazda Fiyat Tespit Raporu tarihinden bir işgünü önce (15.04.2024) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları değerlendirilmiştir.

Metal Ana Sektörü (XMANA) ile İmalat Sektörüne (İMALAT) ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları Finnet Elektronik Veri Tabanından rapor tarihinde çekilmiş olup, söz konusu veri setinden sağlıklı çıkarımlar yapmayı güçleştiren aykırı (outlier) değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi ile eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu yöntem altında Metal Ana Sektörü ile İmalat Sektörü için Finnet Elektronik Veri Tabanından çekilen veriler dört dördtebirliklere (Kartillere) ayrılarak en alt ve en üstteki Kartil değerler uç değerler olarak veri setinden elimine edilmiştir. Uç değerler veri setinden elimine edildikten sonra geriye kalan verilerden, 3. Kartil Değeri + 1,5*Standard Sapmadan büyük veriler ile 1. Kartil Değeri - 1,5*Standard Sapmadan küçük veriler eliminasyona tabi tutularak geriye kalan değerlerin medyanı hesaplanıp Sektör Çarpan Analizi kapsamında değerlendirilmiştir.

Tablo 39 Metal Ana Sektörü (XMANA) Çarpan Analizi

Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 TL)	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Bantaş Ambalaj	BNTAS	1.699	23,03	2,76	15,32	2,25
BMS Birleşik Metal	BMSTL	2.380	19,57	2,52	140,89	1,97
BMS Çelik Hasır	BMSCH	952	17,23	2,78	15,87	0,66
Burçelik	BURCE	1.783	21,24	5,48	55,16	3,89
Burçelik Vana	BURVA	1.139	59,53	45,51	96,45	9,25
Çelik Halat	CELHA	3.793	70,78	0,00	0,00	3,27
Çemaş Döküm	CEMAS	2.713	19,34	1,34	5,06	1,97
Çemtaş	CEMTS	5.065	5,83	1,38	61,31	0,90
Çuhadaroğlu Metal	CUSAN	1.870	13,64	3,99	95,99	1,55
Demisaş Döküm	DMSAS	1.400	0,00	3,82	0,00	1,24
Dofer Yapı Malzemeleri	DOFER	2.389	30,44	9,24	54,24	1,42
Döktaş Dökümcülük	DOKTA	11.541	12,06	2,58	24,40	1,73
Eminiş Ambalaj	EMNIS	1.527	61,67	30,82	88,10	6,71
Erbosan	ERBOS	5.700	21,91	4,69	17,59	2,36
Erciyas Çelik Boru	ERCB	11.992	25,90	4,02	130,11	1,87
İzmir Demir Çelik	IZMDC	10.125	6,32	2,97	0,00	0,73
Kardemir (A)	KRDMA	4.580	4,67	1,86	21,04	0,68
Kardemir (B)	KRDMB	2.170	4,47	1,77	20,05	0,66
Kardemir (D)	KRDMD	18.647	5,75	2,33	26,38	0,84
Kocaer Çelik	KCAER	37.810	17,73	5,35	31,86	2,62
Makina Takım	MAKTK	1.462	9,70	3,26	10,70	3,74
Mega Metal	MEGMT	11.808	14,68	4,27	39,35	1,07
Panelsan Çatı Cephe	PNLSN	6.525	11,80	5,16	28,08	2,29
Sarkuysan	SARKY	16.300	9,32	3,96	9,57	0,63
Tuççelik	TUCLK	2.167	23,28	4,35	43,83	3,20
Yükselen Çelik	YKSLN	2.883	23,88	6,80	52,25	2,87
Medyan		2.798	15,95	3,54	25,39	1,80

Kaynak : Finnet, 15.04.2024 tarihli piyasa kapanış verileri

Eliminasyon sonrası XMANA Sektör Çarpanları Tablo 40’da gösterilmektedir. Sektör endeksi içinde yer almasına rağmen EREGL, ISDMR ve BRSAN’a gerek faaliyet alanı ve gerekse piyasa değeri açısından bu tabloda yer verilmemiştir.

Eliminasyon sonrası İmalat Sektörü (İMALAT) ve Metal Ana Sektörü (XMANA) için hesaplanan “medyan” FD/FAVÖK, PD/DD, FD/S ve F/K çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Sektörler	Kod	Sektör Çarpanları			
		FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Metal Ana Sanayi	XMANA	15,95	3,54	25,39	1,80
İmalat Sanayi	İMALAT	14,98	3,07	16,77	2,19
Ortalama		15,47	3,31	21,08	2,00

Kaynak : Finnet, 15.04.2024 tarihli piyasa kapanış verileri, A1 Capital Hesaplamaları

Yukarıda açıklanan Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında XMANA ve İMALAT Sektör Endekslerinin içerdiği firmalara ait çarpanların “uç değerleri” eliminasyona tabi tutulduktan sonra, ihtiyatlık ilkesi gereği elimine edilemeyen ancak aykırı görünen diğer çarpan değerlerinin varlığından dolayı medyan yönetimi kullanılmıştır. XMANA ve İMALAT çarpanlarının medyan değerlerinin “aritmetik ortalaması” belirlenmiştir. Piyasa değeri hesaplanırken kullanılan Gelir Tablosu ve Bilanço değerleri Tablo 41’de yer almaktadır.

Parametreler (31.12.2023)	(TL)
Düzeltilmiş FAVÖK	817.675.347
Net Finansal Borç	223.032.612
Nakit ve Nakit Benzerleri	591.287.328
Finansal Borç	814.319.940
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0
Net Satışlar	10.954.841.228
Raporlanan Özkaynaklar	5.042.527.600
(-) Sermaye Düzeltme Farkı	2.083.641.441
Düzeltilmiş Özkaynaklar	2.958.886.159
Net Kar (Ana Ortaklık)	79.070.821
Ödenmiş Sermaye (Nominal TL)	350.000.000

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

31.12.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş finansal tablolarda hesaplanan FAVÖK tutarı “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri dışarıda tutularak düzeltildikten sonra Tablo 40’da hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı ile çarpımından elde edilen değerden, 31.12.2023 tarihli net finansal borç tutarı olan 223 Milyon TL’nin düşülmesiyle “hedef piyasa” değerine ulaşılmıştır. Tablo 40’da yer alan FD/S çarpanı ile 31.12.2023 tarihli Net Satış tutarının çarpımından elde edilen tutardan, 31.12.2023 tarihli net finansal borç tutarının düşülmesiyle “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. F/K çarpanı ile 31.12.2023 tarihli Net Kar tutarının çarpımı üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmıştır. Son olarak, Tablo

40'da yer alan PD/DD çarpanı ile 31.12.2023 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutarından Sermaye Düzeltme Farkı olan 2.958,9 Milyon TL'nin düşülmesiyle hesaplanan "Düzeltilmiş Özkaynak" tutarı çarpılarak hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Görece düşük kar marjı ile yüksek tutarda satış hacimlerine ulaşan Şirket'in operasyonel kar performansını en iyi açıklayan çarpanın FD/FAVÖK çarpanı olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. Zira, Koç Metalurji'in operasyonel karı tamamen üretimden yapılan satışlardan oluşmakta olup, ticari mal faaliyetinden zarar edilmiştir. Ayrıca Şirket'in net faiz geliri de mevcut değildir. Nitekim, F/K çarpanı ile hesaplanan Şirket değeri FAVÖK'ü merkez alan İNA yönteminde hesaplanan özsermaye değeri ile karşılaştırıldığında anlamlı görünmemektedir. Ayrıca, TMS 29 kapsamında uygulanan Enflasyon Düzeltmesi sonucunda Parasal Kayıp/Kazanç hesabı adı altında 1.309,6 Milyon TL tutarında Şirket'in olağan faaliyetlerinden kaynaklanmayan bir kayıp ortaya çıkmış ve enflasyon düzeltmesinden gelen söz konusu kayıp Net Karı azaltıcı yönde baskılamıştır. Bu nedenlerden dolayı, F/K yaklaşımı değerlendirilmesinde kullanılmamıştır. Öte yandan, FD/S çarpanı ile hesaplanan özsermaye değeri İNA yaklaşımı altında hesaplanan değerden yukarı yönde ciddi anlamda saptığından, çarpan analizinde ağırlıklandırmaya tabi tutulamayarak değerlendirilmesine dahil edilmemiştir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği Metal Ana Sektörü yüksek tutarda sermayeye ihtiyaç duyduğundan özellikle Covid-19 pandemisi sonrası sektör temsilcilerinin bedelli sermaye artırımları ile özkaynaklarını önemli ölçüde büyüttükleri gözlenmiştir. Koç Metalurji gibi halka açık olmayan ortaklıkların bu kanallardan sermaye artırma imkanları Borsa Şirketleri kadar geniş olmadığından, Şirket'in özkaynak büyümesi temel olarak geçmiş yıl karları ölçüsünde kalmıştır. Ayrıca, Koç Metalurji'de maliyet değeri ile izlenen birçok varlık kaleminin varlığı nedeniyle PD/DD çarpanının Şirket'in operasyonel değerini tam anlamıyla yansıtmadığı da aşikardır. Öte yandan, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı ve TMS 29 hükümleri uyarınca 31.12.2023 tarihli finansal tablolardan başlamak suretiyle uygulanan "enflasyon düzeltmesi" sonucunda, Koç Metalurji A.Ş.'nin özkaynaklarında 2.083,6 Milyon TL tutarında ve olumlu yönde "Sermaye Düzeltme Farkı" ortaya çıkmış olup söz konusu fark Şirket'in özkaynaklarında operasyonel olmayan ve bir defaya mahsus bir iyileşme sağlamıştır. Ayrıca, Şirket'in Yatırım Amaçlı Gayrimenkulleri değerlendirilmesine dahil edilmesi nedeniyle PD/DD çarpanının çarpan analizinde kullanılmasına gerek kalmamıştır.

Tüm bu unsurlardan dolayı, çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK çarpanına yer verilmiştir.

XMANA ve İMALAT sektör endekslerini kapsayan Yurt İçi Sektör Çarpan Analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri **12.423.438.661 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 42

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi (TL)

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	15,47	817.675.347				223.032.612	100%	12.423.438.661
FD/S	2,00			10.954.841.228		223.032.612	0%	0
F/K	21,08		79.070.821				0%	0
PD/DD	3,31				2.958.886.159		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								12.423.438.661

Kaynak : Fimmet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: Eliminasyon sonrası BIST Metal ve İmalat Sektör aritmetik ortalaması, 15.04.2024 tarihli piyasa kapanış verileri

8.3.3.2 Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler bir arada değerlendirilmiştir. Buna göre, karşılaştırılabilir şirketler listesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bu şirketler, faaliyet kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 43 Karşılaştırılabilir Firmalar			
Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
1. Grupo Simec SA de CV	Meksika	SIMECB MM Equity	Grupo Simec SA de CV, Meksika, ABD, Brezilya, Kanada, Latin Amerika ve uluslararası alanda özel çubuk kalitesinde (SBQ) çelik ve çelik alaşımları ürünleri üretir, işler ve dağıtır. Şirket, I-kirşler, kanallar, yapısal ve ticari köşebentler, sıcak haddelenmiş çubuklar, yassı çubuklar, inşaat demirleri, soğuk işlenmiş çubuklar, elektro kaynaklı tel örgü ve hasır paneller ve filmaşinlerin yanı sıra yarı mamul yuvarlak borular ve çubuklar üretmektedir.
2. Industrias CH, S.A.B. de C.V.	Meksika	ICHB MM Equity	Industrias CH, S.A.B. de C.V., bağlı ortaklıkları aracılığıyla, Meksika ve Kuzey Amerika'da çelik üretimi ve işlenmesiyle uğraşmaktadır. Ticari ve yapısal çelik ürünler, inşaat demirleri, çelik teller ve türevleri, özel çubuklar, çelik borular ve tüpler, kütükler ve blumlar sağlar.
3. Hyundai Steel Company	G.Kore	004020 KS Equity	Hyundai Steel Company, bağlı ortaklıklarıyla birlikte Kore, Asya'nın geri kalanı, ABD ve Avrupa'da çelik ve diğer endüstriyel metal ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket, sıcak ve soğuk haddelenmiş çelik saclar, çelik ve ağır levhalar, ERW ve çelik borular, inşaat demirleri, H-profiller, özel çelik çubuklar, ağır makineler, filmaşinler ve otomotiv çelik saclarının yanı sıra özel kaynaklı boşluklar, hidroforming ürünleri sunmaktadır.
4. Chung Hung Steel Corp	Tayvan	2014 TT Equity	Chung Hung Steel Corp., sıcak haddelenmiş ve soğuk haddelenmiş çelik sacların yanı sıra çelik borular da üretip satar.
5. Feng Hsin Steel Co	Tayvan	2015 TT Equity	Feng Hsin Steel Co., Ltd. çelik ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, ürünlerini Tayvan'da satmakta ve Asya'ya ihracat yapmaktadır.
6. Tung Ho Steel Enterprise Corporation,	Tayvan	2006 TT Equity	Tung Ho Steel Enterprise Corporation, çelik çubuklar, H-şekilli çelik çerçeveler, çelik levhalar ve takviyeler üretmekte ve pazarlamaktadır.
7. Yieh United Steel Corp	Tayvan	9957 TT Equity	Yieh United Steel Corp., sıcak haddelenmiş paslanmaz çelik rulo ve levhalar, soğuk haddelenmiş paslanmaz çelik rulo ve levhaların yanı sıra paslanmaz çelik kütük üretmekte ve pazarlamaktadır.
8. Swiss Steel Holding AG	İsviçre	STLN SW Equity	Swiss Steel Holding AG bir holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, iştirakleri aracılığıyla uzun çelik ürünlerinin yanı sıra paslanmaz, asit ve ısıya dayanıklı çeliklerin üretimini, işlenmesini ve dağıtımını gerçekleştirmektedir. Swiss Steel Holding dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
9. Hsin Kuang Steel Co.,	Tayvan	2031 TT Equity	Hsin Kuang Steel Co., Ltd. çelik saclar, özel çelikler, sıcak haddelenmiş çelik saclar, paslanmaz çelik ve çelik yapılar da dahil olmak üzere çeşitli çelik ürünleri kesiyor ve şekillendiriyor.

10. Sheng Yu Steel Co.,	Tayvan	2029 TT Equity	Sheng Yu Steel Co., Ltd. çelik ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, soğuk haddelenmiş, galvanizli ve boyalı çelik ruloların yanı sıra çinko kaplı saclar da sunuyor. Sheng Yu Steel mimari paneller, çatılar ve yanmaz kaplamalar sağlıyor. Sheng Yu Steel, ürünlerini Tayvan'da pazarlıyor.
11. Chelyabinsk Metallurgical Plant PJSC	Rusya	CHMK RM	Chelyabinsk Metalurji Tesisi PJSC tam çevrimli bir çelik tesisidir. Şirket, paslanmaz çelik, pik demir, haddelenmiş çelik, yüksek karbonlu çelik ve açık ocak çeliği üretmektedir.
12. Ezz Steel Co SAE	Mısır	ESRS EY	Ezz Steel Co SAE, Mısır'ın yanı sıra Orta Doğu ve Kuzey Afrika'da da çelik üretiyor ve dağıtıyor. Şirket, ağırlıklı olarak ihracat pazarına yönelik yassı ürünler ve iç pazarda uzun ürünlerle farklı bir coğrafi bölgeyi hedeflemektedir.
13. Corporacion Aceros Arequipa S.A.	Peru	CORAREI1 PE Equity	Corporacion Aceros Arequipa S.A. Peru'da çelik, demir ve diğer metal ürünleri üretir, dağıtır ve pazarlar. Şirket oluklu çelik, çivi, kırıç ve filmaşın gibi inşaat malzemeleri üretmektedir.
14. Osaka Steel Co Ltd	Japonya	5449 JP Equity	Osaka Steel Co Ltd. Osaka merkezli bir elektrikli fırınlı çelik üreticisidir. Şirket Nippon Steel'e bağlıdır. Osaka Steel, şekillendirilmiş çelik, ağırlar ve diğer işlenmiş filmaşın ürünleri üretmektedir.
15. Yamato Kogyo Co., Ltd.	Japonya	5444 JP Equity	Yamato Kogyo Co., Ltd demiryolu ve çelik ile ilgili çok çeşitli ürünler üretmekte, işlemekte ve pazarlamaktadır.
16. Chun Yuan Steel Industrial Co., Ltd	Tayvan	2010 TT Equity	Chun Yuan Steel Industrial Co., Ltd., sıcak haddelenmiş ve soğuk haddelenmiş çelik saclar, yapısal çelik ve özel çelik ile depolama ekipmanları gibi çeşitli çelik ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır.
17. Wei Chih Steel Industrial Co.	Tayvan	2028 TT Equity	Wei Chih Steel Industrial Co., Ltd. çelik çubuk ve çubukların yanı sıra çelik kütük üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket ayrıca bağımsız inşaat yüklenicileri tarafından inşa edilen konut ve ticari binalar da geliştirmektedir.
18. Hsin Kuang Steel Co.	Tayvan	2031 TT Equity	Hsin Kuang Steel Co., Ltd. çelik saclar, özel çelikler, sıcak haddelenmiş çelik saclar, paslanmaz çelik ve çelik yapılar da dahil olmak üzere çeşitli çelik ürünleri kesiyor ve şekillendiriyor.
19. İzmir Demir Çelik Sanayi AŞ	Türkiye	IZMDC.TI Equity	İzmir Demir Çelik Sanayi AŞ, ham demir ve çelik üretmektedir. Şirket ayrıca çelikten çubuk, profil, tel, boru ve levha gibi ürünler de üretmektedir. Bağlı ortaklıkları ile birlikte, demir çelik üretimi, pazarlaması ve satışı konusunda Türkiye'de ve uluslararası alanda faaliyet göstermektedir. Aynı zamanda enerji üretimi ve ticaretiyle de ilgilenmektedir.
20. Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	KRDMD.TI Equity	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de demir çelik ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Ürün portföyünde filmaşınlar, demiryolu rayları ve tekerlekleri, profiller, inşaat demirleri, yuvarlak çubuklar, kütükler, eşit ve eşit olmayan köşebentler, maden desteği için GI ve TH kesitler, platinalar, blumlar, pik demir ürünleri, kok ve kok ile ilgili ürünler, granül patlatma işlemleri yer almaktadır.
21. Kocaer Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	KCAER.TI Equity	Kocaer Çelik Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi, demir-çelik ürünleri üretmektedir. Şirket çelik çubuklar, köşebentler, kırıçlar, çubuklar, kanallar, profiller ve kelepçeler sunmaktadır.
22. İskenderun Demir ve Çelik A.Ş	Türkiye	ISDMR.TI Equity	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. Türkiye'de demir çelik ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Rulo veya sac gibi sıcak haddelenmiş yassı çelik ürünler ve levhalar sunmaktadır. Şirket ayrıca desenli takviye çubuklarının üretimi için çelik, köşebent ve profillerin üretimi için yapısal çelik, gemiler için yapısal çelik şekillerin üretimi için çelik ve inşaat için çelik krom alaşımları ve yüksek karbonlu çelik gibi çeşitli kütükler de sağlıyor.

Kaynak : Bloomberg

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları incelenmiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.3.1 numaralı bölümünde açıklanan eliminasyon çalışması bu veri setinde de yapılmıştır. Söz konusu eliminasyon işlemlerinin ardından, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD medyan çarpan değerleri aşağıda yer alan tablodaki gibi oluşmuştur.

Tablo 44 Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi

Benzer Firmalar	Piyasa Değeri*	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
SIMECB MM Equity	5.319	7,07	1,80	16,64	1,61
ICHB MM Equity	4.679	6,18	1,58	18,77	1,47
004020 KS Equity	3.705	4,62	0,21	8,81	0,43
2014 TT Equity	1.223	65,64	1,96	25,52	1,16
2015 TT Equity	1.314	10,27	1,80	16,60	1,14
2006 TT Equity	1.688	8,59	1,65	10,96	1,07
9957 TT Equity	526	25,68	0,95		1,02
STLN SW Equity	301	9,00	1,21		0,34
2031 TT Equity	576	28,32	1,65	11,34	1,83
2029 TT Equity	275	4,65	0,90	14,27	0,38
CHMK RM	303	13,77	0,54		1,11
ESRS EY	696	2,75	1,75	2,01	0,64
CORAREI1 PE Equity	275	8,02	0,39	15,71	0,79
5449 JP Equity	642	11,86	0,57	29,25	1,08
5444 JP Equity	3.366	17,34	1,00	8,08	2,20
2010 TT Equity	341	17,61	1,17	15,31	0,91
2028 TT Equity	273	14,81	1,91	20,47	1,09
2031 TT Equity	606	28,32	1,64	11,34	1,83
IZMDC	399	6,32	2,97	0,00	0,73
KRDMD	1.228	5,75	2,33	26,38	0,84
KCAER	772	17,73	5,35	31,86	2,62
ISDMR	3.396	15,46	1,20	22,35	1,30
Medyan	669	10,27	1,40	15,51	1,08

Kaynak : Bloomberg, 16.04.2024 Asya Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

*: Milyon ABD Doları

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları incelenmiştir. 8.3.3.1 bölümünde açıklanan gerekçelerden dolayı F/K, FD/S ve PD/DD çarpanları karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizine dahil edilmezken, sadece FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Bloomberg Terminal’inden seçilen benzer şirketler örnekleme kümesinde 22 gözlem değeri bulunmaktadır. Uç değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek medyan değer kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 8.3.3.1 numaralı bölümde hesaplanan 2023 yılı “düzeltilmiş” FAVÖK projeksiyon tutarı çarpılıp 31.12.2023 tarihli net finansal borç tutarı düşülerek hedef özsermaye değeri elde edilmiştir.

Sonuç olarak, karşılaştırılabilir firmaların çarpan analizi ile ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri **8.174.493.202 TL** olarak hesaplanmaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:17 / 7. Kat No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu Y.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
 Mersis :0383004352100015 www.a1capital.com.tr

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	10,27	817.675.347				223.032.612	100%	8.174.493.202
FD/S	1,08			10.954.841.228		223.032.612	0%	0
F/K	15,51		79.070.821				0%	0
PD/DD	1,40				2.958.886.159		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								8.174.493.202

Kaynak : Bloomberg, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: 16.04.2024 Asya Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

9. SONUÇ

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, Koç Metalurji'in gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı – İNA Yöntemi) kullanılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.1 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır. 8.3.3.1 ve 8.3.3.2 bölümlerinde belirtilen eliminasyon işlemleri yapıldıktan sonra Piyasa Çarpanları Yöntemi altında FD/FAVÖK oranı kullanılarak değer tespiti yapılmıştır.

Bu şekilde, değerlendirme çalışmamızda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemini ve Çarpan Analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA yöntemi %60 ve Piyasa Çarpanları yöntemi de %40 oranında ağırlıklandırılarak hesaplanan özsermaye değerine, Şirket'in Yatırım Amaçlı Gayrimenkulleri - mevcut takyidat tutarları düşülüp %20 oranında iskonto uygulandıktan sonra (1.034.886.788 TL; Tablo 46) - değerlendirme çalışmasına eklendiğinde, **10.337.286.916 TL** halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Bu değer, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (350.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" **29,54 TL** olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %30,6 oranında halka arz iskontosu uyguladığımızda, pay başına **20,50 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

GreenPark Evleri	620.927.200
Bahçelievler Spotçular Çarşısı	231.700.000
(Eksi): İpotek	5.085.680
(Eksi): Kamu Haczi	170.162.407
Gebze Depo	410.000.000
G.Antep Arsa	27.374.371
Arsuz Villa & İstanbul Villa	178.855.000
Düzeltilmiş Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Tutarı	1.293.608.485
İskonto	20,0%
Değerlemeye Esas Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Tutarı	1.034.886.788

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, 15 Numaralı Dip Not; A1 Capital Yatırım

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
 Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 47-a / Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (TL)	8.861.055.538		
- Net Nakit / (Borç) (TL)	-223.032.612		
<i>Nakit Durumu (TL)</i>	<i>591.287.328</i>		
<i>Finansal Borç (TL)</i>	<i>-814.319.940</i>		
- Özsermaye Değeri (TL)	8.638.022.926	60,00%	5.182.813.755
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1-Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	15,47		
- Özsermaye Değeri (TL)	12.423.438.661	20,00%	2.484.687.732
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (TL)</i>	<i>817.675.347</i>		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	<i>12.646.471.273</i>		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	<i>-223.032.612</i>		
FD/S Çarpan (x)	2,00		
- Özsermaye Değeri (TL)	21.646.061.916	0,00%	0
<i>Satışlar (TL)</i>	<i>10.954.841.228</i>		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	<i>21.869.094.528</i>		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	<i>-223.032.612</i>		
F/K Çarpan (x)	21,08		
- Özsermaye Değeri (TL)	1.666.648.958	0,00%	0
<i>Net Kar (TL)</i>	<i>79.070.821</i>		
PD/DD Çarpan (x)	3,31		
- Özsermaye Değeri (TL)	9.787.135.538	0,00%	0
<i>Düzeltilmiş Net Defter Değeri (TL)*</i>	<i>2.958.886.159</i>		
2.2-Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	10,27		
- Özsermaye Değeri (TL)	8.174.493.202	20,00%	1.634.898.640
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (TL)</i>	<i>817.675.347</i>		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	<i>8.397.525.814</i>		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	<i>-223.032.612</i>		
FD/S Çarpan (x)	1,08		
- Özsermaye Değeri (TL)	11.553.421.708	0,00%	0
<i>Satışlar (TL)</i>	<i>10.954.841.228</i>		
<i>Firma Değeri (TL)</i>	<i>11.776.454.320</i>		
<i>Net Nakit / (Borç) (TL)</i>	<i>-223.032.612</i>		
F/K Çarpan (x)	15,51		
- Özsermaye Değeri (TL)	1.226.388.434	0,00%	0
<i>Net Kar (TL)</i>	<i>79.070.821</i>		
PD/DD Çarpan (x)	1,40		
- Özsermaye Değeri (TL)	4.127.646.192	0,00%	0
<i>Düzeltilmiş Net Defter Değeri (TL)*</i>	<i>2.958.886.159</i>		


Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Enflasyon Muhasebesine geçiş nedeniyle Özkaynaklarda yer alan Sermaye Düzeltme Farkı dahil edilmemiştir.

Tablo 47-b Değerleme Sonucu (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	8.638.022.926	60,00%	5.182.813.755
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	10.298.965.931	40,00%	4.119.586.372
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)		100,00%	9.302.400.128
<i>Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Portföyü (Düzeltilmiş; TL)</i>			<i>1.034.886.788</i>
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			10.337.286.916
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			<i>350.000.000</i>
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			29,54
<i>İskonto Oranı</i>			<i>30,6%</i>
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			7.175.000.000
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			20,50

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerindeki ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent/Beşiktaş
Brok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Ek 1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

İstanbul, 16.04.2024

Konu : 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 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

“Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Meyzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde 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.

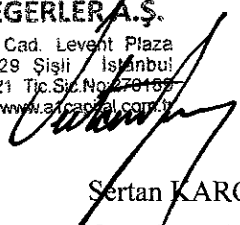
Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 36 21 Tjç.Sic.No:270100
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı


Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

İstanbul, 16.04.2024

Konu : Yetkinlik Beyanı


Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 16.04.2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

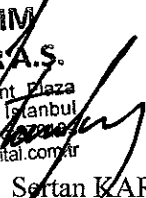
sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 T.C. Sicil No: 272200
Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Ahmet Hüsnü KONUK
Genel Müdür Yardımcısı


Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Sertan Kargın

Lisans Adı	Hak Ediş Tarihi	Basım Tarihi	Askıya Alınma Tarihi	Belge No	Lisans Durumu
 Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	22.01.2006	1.06.2016	12.09.2026	202976	Aktif Lisans
 Türev Araçlar Lisansı	20.12.2015	20.04.2016	28.12.2024	307458	Aktif Lisans

**A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eşentepe Mah. Büyükdere Cad. No:173
Blok No:173 İç Kapı No:28 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:27 0189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr