



BMS Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Mayıs 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği BMS Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("BMS Çelik Hasır" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (InvestAZ Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	31 Mayıs - 1 Haziran 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	7-8 Haziran 2021
Hisse Kodu / Pazar	BMSCH / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	48,12%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	20.010.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	32.210.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Fiyatı	4,87 TL
Arz Edilecek Paylar	12.200.000 TL - Sermaye Artırımı 3.300.000 -Ortak Satışı
Halka Arz Büyüklüğü	75.485.000 TL
Aracılık Yöntemi	Kısmi Bakiyeyi Yüklenim
Tahsisat	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarına ilişkin işlemlerin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır fakat bu işlemlere ilişkin taahhüt verilmemiştir. Fiyat istikrarına ilişkin işlemler, Şirket'in halka arzdan elde ettiği gelirin %20'sine kadarki kısım ile gerçekleştirilecektir. Fiyat istikrarı payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gündür.
Taahhütler	Şirket paylarının birincil halka arzını takiben, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 12 ay boyunca Satışa Hazır Bekletilen Paylar hariç olmak üzere herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapılmamasına ve dolaşımdaki payın artırılmamasına ilişkin taahhütte bulunmuştur. Hâkim ortaklar, BMS Çelik Hasır San. ve Tic. A.Ş.'de izahname tarihi itibarıyla sahip oldukları payları, halka arz edilenler hariç olmak üzere, izahnamenin KAP'ta ilan edildiği tarihten itibaren bir yıl boyunca ve ayrıca ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle hiçbir şekilde borsada satmayacaklarını ve bu payların borsada satılması sonucunu doğuracak hiçbir işlemde bulunmayacaklarını, borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceklerini ayrı ayrı kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir. Kısmi Bakıye Yüklenim kapsamında İnvest-AZ, VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 5. maddesinin 8. fıkrası gereğince halka arzda satılmayarak portföyüne aldığı payları halka arz edilen payların Borsa' da işlem görmeye başlamasından itibaren 6 ay süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa'da satamayacağı, bu payları halka arz fiyatının altında Borsa' da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağını, yüklenim sebebiyle ya da birincil piyasadaki halka arz işleminde portföyüne satın alacağı payların borsa dışında satılması halinde, Borsa dışında satılan payları alanların da bu sınırlamaya tabi olduğunu kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.

Şirket Bilgileri

BMS Çelik, çelik hasır, soğuk çekilmiş çubuk demir, yüksek karbonlu çelik tel, soğuk çekilmiş kangal, galvanizli tel, örgü tel, örgü teli, fens teli, etriye, çiroz ve hazır demir mamullerinin imalatı ve ticaretini gerçekleştirmek amacıyla 2004 yılında kurulmuştur.

Şirket'in ana faaliyet konusu, çelik hasır, soğuk çekilmiş çubuk demir, yüksek karbonlu çelik tel, soğuk çekilmiş kangal, galvanizli tel, örgü teli, fens teli, etriye, çiroz ve hazır demir mamullerinin imalatı ve ticaretini gerçekleştirmektir.

Şirketin, üretim faaliyetlerine ek olarak Manisa merkez adresinde ve İstanbul şube adresinde olmak üzere inşaat demiri alım ve satım departmanları bulunmaktadır. İnşaat demiri satışları alıcı firmalardan gelen talepler doğrultusunda imalatçı firmalardan tedarik edilerek depolanmaktadır. Gelen siparişler doğrultusunda da satışı yapılmaktadır.

Üretim

- Filmaşın

Şirket, üretim tesisleriyle, çelik hasır ve çelik nervürlü çubuk üretimi (soğuk haddelendirme) yapmaktadır. Tesiste hammadde olarak 5,5 - 6 - 6,5 - 7 - 8 - 9 - 10 - 12 mm çaplarında kangal şeklinde üretilmiş olan filmaşın kullanılmaktadır.

Şirket mamul üretiminin hammaddesi olan filmaşın, sıcak haddelenerek yapılan, genellikle yuvarlak veya yarı yuvarlak, kare, dikdörtgen ve altıgen kesitinde soğuk çekme için kullanılan kangal halindeki yarı mamul metal çubuk donatıdır. Çelik yapısında %1,8'den az karbon içeren demir ve karbon alaşımı, mekanik ve ısıl işlemlerle çok çeşitli özellikler kazanabilmektedir.

- Çelik Hasır

Çelik hasır özellikle son 20 yılda ülke çapında kullanımı yaygınlaşan bir inşaat malzemesidir. Saha betonlarında, perdelerde, döşemelerde, beton yollarda, istinat duvarlarında, TOKİ Projelerinde, prefabrik ve beton boru imalatında ayrıca tünellerde olmak üzere çeşitli kullanım alanları vardır, inşaat haricinde bahçe çiti ve korkuluk olarak da kullanılabilir. Malzemenin, işçilikten, zamandan ve nakliyeden tasarruf sağlaması sayesinde eski usul inşaat demirlerinden çok daha avantajlıdır.

Eski usul inşaat demirlerinde çelik çubukları tek tek kesme, kanca yapma, döşemeye belirli aralıklarla yerleştirip birbirine bağlama gibi işlemler uygulanmaktayken, çelik hasırların plakalar halinde oluşu, kolay taşınabilme ve montajlanma avantajı yaratmış, bu da zamanın daha verimli kullanılmasını sağlayarak, iş akışını hızlandırmıştır. Standart çelik hasırların ebatları 5,00m-2,15m uzunluğunda olup sevkiyatı ve kapattığı alan bakımından avantajlıdır. Ayrıca nervürlü soğuk çekilmiş çelik çubuk olarak da bağ direği imalatı ve inşaatların farklı alanlarında kullanılmaktadır.

Şirket daha çok standart çelik hasır üretmekle birlikte, teknik alt yapının sağladığı üretim kabiliyeti sayesinde farklı boy ve çaplarda çelik hasır üretiminde çeşitlendirme imkanına sahiptir. Özellikle ihracat yapılan ülkelerin çeşitliliği sayesinde farklı yapılarda çelik hasır taleplerini karşılayabilmektedir.

Şirket temel olarak mamul mal ve ticari mal olmak üzere iki ayrı mal grubu üzerinde faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket'in son üç yıllık mamul ve ticari mal satışlarının ürün bazlı miktar dağılımlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Mamül Satışlarına Ait Miktar Tablosu (ton)	2018	2019	2020
Çelik Hasır	33.014	28.831	23.393
Nervürlü / Düz Çelik Çubuk	620	736	972
Yurtiçi Satışları	33.634	29.567	24.366
Çelik Hasır	4.188	3.683	3.764
Nervürlü / Düz Çelik Çubuk	18.580	18.531	22.471
Galvanizli Çelik Hasır	1.908	1.604	1.441
İhracat Satışları	24.676	23.818	27.675
Toplam	58.310	53.385	52.041

2020 yılında Şirketin üretimden satışlarının %46,82'si iç piyasaya %53,18'i ise dış piyasaya yapılmaktadır. İç ve dış pazara yönelik satışlar genel itibarıyla dengeli seyretmektedir. Şirketin 2018 ve 2019 yılları satışlarında ihracat ağırlığının arttığı görülmüş, dış piyasaya satışlar 2020 yılında 2019 yılına göre artış kaydetmiştir. 2020 yılında toplam satışların %96'sı Manisa Fabrikası'ndan %4'ü ise Gebze Fabrikası'ndan yapılmıştır. 2020 yılında COVID-19 sebebiyle ticari mal satışları bir önceki yıla göre %33 azalarak 28.408 ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Ticari Mal Satışlarına Ait Miktar Tablosu (ton)	2018	2019	2020
Filmaşın	446	18	582
Çelik Hasır	259	26	331
İnşaat Demiri	28.537	41.711	27.170
Yurtiçi Satışları	29.242	41.755	28.083
Filmaşın	11	483	325
İhracat Satışları	11	483	325
Toplam	29.253	42.238	28.408

Şirket, son yıllarda Marmara Bölgesi pazarına giriş yapmak için İstanbul'da satış ekibi oluşturmuş ve bu bölge üzerinden satışlara yatırım yapmıştır. 2019 yılında yakalanan satış büyümesi ivmesini, Marmara Bölgesi özelinde devam ettirmeyi planlamaktadır.

Demir ve Çelik ürünlerinin satışı yüksek navlun giderleri nedeniyle genelde yakın bölgeye yapılmaktadır. Şirket, genel itibarıyla fabrikasının bulunduğu Ege Bölgesi'nde satış yapmış, son yıllarda faaliyetlerini kademeli olarak sırasıyla İç Anadolu Bölgesi ve Marmara Bölgesi'ne yaymayı planlamıştır.

Bölgesel Dağılım	2018	2019	2020
Ege Bölgesi	54,60%	45,40%	28,25%
Marmara Bölgesi	30,90%	36,80%	34,53%
Akdeniz Bölgesi	10,20%	12,00%	7,33%
İç Anadolu Bölgesi	3,90%	5,70%	26,12%
Karadeniz Bölgesi	0,30%	0,10%	3,77%
Toplam	100%	100%	100%

2020 yılında ihracat yapılan ilk 6 ülke, İsrail, Madagaskar, Mozambik, Fransa, Sierra Leone, Moritanya, ton bazında toplam ihracatın %56,81'ini oluşturmaktadır. Geriye kalan diğer ülkelerin ise büyük kısmını Afrika ülkeleri oluşturmaktadır.

Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Halka arz gelirinin

- %30-%50'sinin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
- %25-35'inin kredi borçlarının geri ödenmesi ve
- %25-35'inin yatırım harcamalarının finansmanı kapsamında kullanılması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ			ARZ SONRASI		
	Pay Grubu	Tutar (TL)	Pay (%)	Pay Grubu	Tutar (TL)	Pay (%)
Ahmet Rauf Mollaoğlu	A	650.000	3,25%	A	650.000	2,02%
Ali Zontur	A	650.000	3,25%	A	650.000	2,02%
Mustafa Zontur	A	650.000	3,25%	A	650.000	2,02%
Ahmet Rauf Mollaoğlu	B	6.020.000	30,08%	B	4.920.000	15,27%
Ali Zontur	B	6.020.000	30,08%	B	4.920.000	15,27%
Mustafa Zontur	B	6.020.000	30,08%	B	4.920.000	15,27%
Halka Açık				B	15.500.000	48,12%
TOPLAM		20.010.000	100,00%		32.210.000	100,00%

FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık bağımsız denetimden geçmiş karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

BİLANÇO			
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	45.824.070	41.472.801	70.950.765
Nakit ve Nakit Benzeri	15.907.668	15.563.928	17.258.658
Stoklar	8.947.698	9.658.888	20.423.296
Ticari Alacaklar	5.708.290	5.095.274	3.579.748
Peşin Ödenmiş Giderler	10.029.535	5.909.046	24.707.243
Diğer Dönen Varlıklar	3.363.759	4.069.324	2.032.513
Diğer Alacaklar	1.867.120	1.176.341	2.949.307
Duran Varlıklar	26.942.122	37.965.065	44.496.446
Finansal Yatırımlar	-	-	1.250
Maddi Duran Varlıklar	26.914.441	37.354.013	43.097.761
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	18.640	36.366	29.924
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	164.626	1.355.351
Peşin Ödenmiş Giderler	-	400.000	-
Diğer Alacaklar	9.041	10.060	12.160
TOPLAM VARLIKLAR	72.766.192	79.437.866	115.447.211

(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.533.868	26.480.106	39.898.768
Kısa Vadeli Borçlanmalar	11.011.229	5.033.707	17.368.704
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	9.157.789	7.338.905	6.365.959
Ticari Borçlar	4.339.568	7.537.719	5.325.563
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	261.707	322.679	375.508
Ertelenmiş Gelirler	717.804	3.750.269	8.864.190
Diğer Borçlar	231.371	1.818.393	94.330
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.486	-	1.195.681
Kısa Vadeli Karşılıklar	809.914	678.434	308.833
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.236.052	6.046.546	14.815.741
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.619.636	3.232.515	11.220.846
Uzun Vadeli Karşılıklar	640.701	685.158	838.950
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	975.715	2.128.873	2.755.945
Özkaynaklar	35.996.272	46.911.214	60.732.702
Ödenmiş Sermaye	20.010.000	20.010.000	20.010.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	12.522.985	21.598.856	25.461.858
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	357.609	577.945	698.847
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	-2.309.096	2.885.342	4.603.511
Net Dönem Karı	5.414.774	1.839.071	9.958.486
TOPLAM KAYNAKLAR	72.766.192	79.437.866	115.447.211

Şirket'in 31.12.2019 tarihinde hazırlanmış bilançoya göre net maddi duran varlıkları 37.354.013 TL düzeyinde bulunmaktadır. 2020 yılında bir önceki seneye göre maddi duran varlıklardaki 5.743.748 TL'lik artışın nedeni alınan makine, taşıt alımları, Gebze Fabrikası yatırımları ve arsa bina değerlemelerinden kaynaklanmaktadır.

Şirketin ticari borçları 31.12.2018 tarihinde 4.339.568 TL, 31.12.2019 itibarıyla 7.537.719 TL, 31.12.2020 tarihi itibarıyla ise 5.325.563 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu kalemler ağırlıklı olarak, ticari borç ve borç senetlerinden oluşmaktadır.

GELİR TABLOSU

(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ		
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Hasılat	258.857.860	283.172.932	291.475.175
Satışların Maliyeti	-242.183.819	-265.900.103	-261.834.150
Brüt Kar	16.674.041	17.272.829	29.641.025
<i>Brüt Kar Marjı</i>	6,4%	6,1%	10,2%
Genel Yönetim Giderleri	-2.830.274	-3.561.148	-4.207.956
Pazarlama Giderleri	-5.696.574	-8.303.266	-9.927.540
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.556.218	1.687.624	2.906.404
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1.742.351	-873.825	-1.809.379
Esas Faaliyet Karı	8.961.060	6.222.214	16.602.554
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.886.586	1.459.784	664.630
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-195.621	-280.860
Finansman Öncesi Faaliyet Karı	11.847.646	7.486.377	16.986.324
Finansman Gelirleri	7.685.110	1.850.239	1.231.568
Finansman Giderleri	-12.509.719	-6.842.556	-5.242.860
Sürdürülen Faaliyetler Öncesi Kar / Zarar	7.023.037	2.494.060	12.975.032
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / (Gideri)	-1.608.263	-654.989	-3.016.546
Net Dönem Karı	5.414.774	1.839.071	9.958.486

Satışlar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Mamül Mal Satışları	99.581.052	89.350.613	94.182.844
Ticari Mal Satışları	79.022.990	111.400.562	86.589.255
Hizmet Satışları	-	57.137	216.304
Yurtiçi Satışlar	178.604.042	200.808.311	180.988.403
İhraç Kayıtlı Satışlar	28.346.551	28.039.365	49.749.802
Mamül Satışları	50.446.601	51.832.784	58.212.511
Ticari Mal Satışları	542.508	1.515.969	1.262.179
Yurtdışı Satışlar	79.335.660	81.388.118	109.224.492
Diğer Satışlar	1.357.551	1.054.796	1.371.175
Satıştan İadeler	-439.393	-78.294	-108.895
Net Satışlar	258.857.860	283.172.931	291.475.175

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

InvestAZ tarafından hazırlanan 6 Nisan 2021 tarihli fiyat tespit raporunda Şirket'in değerlendirilmesinde gelir yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi) ve piyasa yaklaşımı (çarpan analizi) dikkate alınmıştır. Değerleme kapsamında Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizi yapılırken payları Borsa İstanbul'da ve uluslararası piyasalarda işlem gören demir-çelik sektöründe faaliyet gösteren şirketler dikkate alınmıştır.

Çarpan Analizi

- Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değeri

Yurt içi çarpan analizinde, BMS Çelik Hasır ile faaliyet alanı benzer olduğuna kanaat getirilen ve BİST Metal Ana Endeksi'nde (XMANA) yer alan şirketler arasından seçim yapılarak çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. XMANA endeksinden yapılan hisse seçimlerinde şirketlerin ürettikleri ürünlerin katma değerleri hesaba katılmış, ilgili emtialar üzerinde daha az işlem uygulanmış ürünler satan şirketler değerlendirilme dışında bırakılmıştır. Çarpan değerleri uç değerlere ulaşmış şirketler çarpan analizinin dışında bırakılmıştır.

BMS Çelik Hasır ile aynı sektörde yer alan şirketlerin fiyatları için 19.03.201 tarihi alınmıştır.

Benzer Şirketler	Firma Değeri	FAVÖK Son 12 Ay	Firma Değeri / FAVÖK
	(mn TL)	(mn TL)	
Ayes Çelik Hasır	257	32	8,01
Borusan	6.055	333	18,16
Burçelik	245	0	4097,54
Çelik Halat	410	25	16,26
Çemaş Döküm	881	30	29,16
Çemtaş	881	30	29,16
Çuhadaroğlu Metal	544	52	10,54
Demaş Döküm	480	40	11,92
Döktaş Dökümcülük	5.650	204	27,66
Erbosan	1.274	-	-
Ereğli Demir Çelik	51.519	6.945	7,42
İskenderun Demir Çelik	36.943	3.845	9,61
İzmir Demir Çelik	6.689	440	15,20
Kardemir (A)	8.676	1.179	7,36
Kardemir (B)	8.676	1.179	
Kardemir (D)	8.676	1.179	
Özbal Çelik Boru	371	15	24,87
Sarkuysan	5.221	380	13,73
Yükselen Çelik	640	26	24,90
Tuççelik	346	32	10,75
Ortalama			15,57
Medyan			13,73

- Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Çarpan Değeri

Yurt dışı çarpan analizinde, benzer şirketlerin seçiminde küresel borsalarda işlem gören birçok şirket verisine ulaşılmış ancak şirketler içerisinde ülke ve borsa yapısı Türkiye'ye yakın olan ülkelerdeki şirketler ile bu şirketler içerisinde de BMS Çelik Hasır ile aynı faaliyet koluna yakın şirketlerin seçimine özen gösterilmiştir. Bu kapsamda aşağıdaki tabloda görülen şirketler kullanılmıştır.

Benzer Şirketler	Firma Değeri	FAVÖK Son 12 Ay	Firma Değeri / FAVÖK
	(mn TL)	(mn TL)	(x)
Ratanamani Metals & Tubes	87.163		
Sanyo Special Steel	142.081		
Selnizer Steel Industries	1.412		
Tokyo Steel Manufacturing	60.217	12.731	4,73
Feng Hsin Steel	36.997	4.277	8,65
Ternium Argentina	1.918.694	177.657	10,80
Ternium Argentina	177.145	28.851	6,14
Hitachi Metals	929.295		
Jindal Saw	67.713		
Schmolz + Bickenbach	1.183		
Chian Oriental Group	13.189	1.368	9,64
Hyundai Steel	15.929.972		
Dongkuk Steel	2.978.793		
Bluescope Steel	9.633	1.040	9,26
Voestalpine	10.299	1.213	8,49
NV Bekaert	2.858	472	6,05
Brueder Mannesman	9	0	31,82
Ortalama			10,62
Medyan			8,57

Değerlemede Esas Alınan Veriler

31.12.2020 Tarihli Şirket Verileri (TL)	
Net Satışlar	291.475.175
FAVÖK	17.518.127
Net Kar	9.958.486
Net Nakit Pozisyonu	-17.696.851

Çarpan Analizi	Çarpan	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıkladılmış Sonuç
Yurt İçi FD/FAVÖK	13,73	222.827.033	50%	111.413.516
Yurt Dışı FD/FAVÖK	8,57	132.433.497	50%	66.216.749
Şirket Değeri				177.630.265
Ödenmiş Sermaye				20.010.000
Öz Sermaye Değeri				177.630.265
Pay Başına Değer				8,88

Piyasa çarpanları analizi sonucu BMS Çelik Hasır'ın 1 TL nominal değerli payı başına düşen değer 8,88 TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

- İndirgenmiş nakit akım analizi gelecek on yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Şirket tarafından sağlanan bilgiler doğrultusunda geçmiş yıllarda fire oranının %0,8 olduğu görülmüş ve gelecek yıllar için de bu oranın devam edeceği varsayılmıştır.
- İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ile geleceğe dönük makroekonomik ve sektörel beklentiler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti tahmin periyodu içerisinde sabit bırakılmıştır.
- Risksiz getiri oranı 10 yıllık TL devlet tahvil faizi baz alınarak, 2020 yılı ortalaması olarak %14 alınmıştır.
- Hisse senedi risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Beta değeri, şirketin hissesi henüz piyasada işlem görmediği ve bu sebeple hesaplanamayacağı için "1" olarak kabul edilmiştir.
- Vergi oranı %20 olarak kullanılmıştır.
- Finansal borçların etkin faiz oranı %19,5 olarak hesaplanmış olup, vergiden sonra bu oran %15,6 olmaktadır.
- Terminal büyüme oranı olarak %5 kullanılmıştır.
- Gelir projeksiyonu oluşturulurken Şirket'in hem mamül hem de ticari mal gruplarında TL birim fiyatı öngörülerini kullanılmıştır.
- Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca %7,3-%7,5 seviyesinde olması öngörülmektedir.
- Faaliyet giderleri projeksiyonu satışlara oranı baz alınarak oluşturulmuştur.
- Şirket'in makine modernizasyon, bilgisayarların kart ve yazılım güncellemelerine ilişkin yatırım harcaması tutarları satışlara oran ile tahmin edilmiştir. Gebze tesisine ilişkin yatırımlar hali hazırda yapılmış olduğunda dolayı, bu tutarlar geleceğe yansıtılmamıştır.

Milyon TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	487	547	611	684	765	865	990	1.124	1.291	1.384
Satışların Değişimi	66,92%	12,44%	11,78%	11,80%	11,86%	13,10%	14,46%	13,50%	14,94%	7,16%
Satışların Maliyeti	-451	-507	-567	-633	-708	-801	-917	-1.040	-1.195	-1.280
Brüt Kar	36	40	45	50	56	64	73	84	96	104
Brüt Kar marjı	7,32%	7,34%	7,36%	7,37%	7,38%	7,40%	7,42%	7,44%	7,47%	7,50%
Faaliyet Giderleri	-18	-21	-23	-26	-29	-33	-37	-43	-49	-52
Faal. Gid. / Satışlar	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%	3,79%
Net Faaliyet Karı	17	19	22	24	28	31	36	41	48	51
Faaliyet Karı marjı	3,54%	3,56%	3,57%	3,58%	3,60%	3,61%	3,63%	3,66%	3,68%	3,71%
Vergi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	13,8	15,6	17,5	19,6	22	25	28,8	32,9	38	41,1
Amortismanlar	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	2	2,1	2,2	2,4
Yatırım Harcamaları	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1	1,1	1,3	1,4
Net İşl. Ser. İhtiyacı	2,9	2,7	2,9	3,2	3,6	4,4	5,5	5,9	7,4	4,1
Serbest Nakit Akımları	12	14	15,7	17,5	19,5	21,7	24,3	28	31,6	38
AOSM	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%	18,32%
İndirgeme Oranı	1,18	1,40	1,66	1,96	2,32	2,74	3,25	3,84	4,54	5,38
İndirgenmiş Nakit Akımları	10,1	10	9,5	8,9	8,4	7,9	7,5	7,3	6,9	7,1

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	(mn TL)
İNA Toplamı	84
Uç Değerin Bugünkü Değeri	56
Firma Değeri	139
Net Nakit Pozisyonu	18
Özsermaye Değeri	122
Çıkarılmış Sermayesi	20
1 TL Nominal Bedelli Pay Başına Düşen Değer	6,08 TL

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi sonucu 31.12.2020 tarihli Şirket Değeri 139 milyon TL olarak bulunmuştur. Özsermaye değerine ulaşmak için 31.12.2020 tarihli net nakit pozisyonu olan 17,7 milyon TL Şirket Değeri'ne çıkartılarak 121,7 milyon TL'lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (Bin TL)
1) Piyasa Çarpanları	177.630.265	30%	53.289.080
2) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	121.714.184	70%	85.199.929
Toplam			138.489.008
Pay Başına Fiyat (İskontosuz)			6,92
30% İskonto Tutarı			41.546.702
İskontolu Şirket Değeri			97.357.773
Sermaye (Bin TL)			20.010.000
Pay Başına Fiyat			4,87

GÖRÜŞ

- BMS Çelik Hasır'ın Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Beta değeri için "1" almak yerine kaldıraçlı Beta hesaplamasının kullanılabileceğini düşünüyoruz.
- Risksiz getiri oranı 10 yıllık TL devlet tahvili faizi baz alınarak, 2020 yılı ortalaması olarak %14 alınması, bu tarih sonrası yukarı yönlü hareketi hız kazanan tahvil faiz seyri dikkate alındığında oldukça iyimser kalmaktadır.
- Vergi Oranı TBMM'de görüşülen torba yasa teklifine istinaden 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 olarak belirlenmiştir. Bu çalışma sonrası çıkan yasa nedeniyle bu vergi oranları kullanılsaydı 2021 ve 2022 yılları için daha yüksek vergi nedeniyle daha düşük bir değer hesaplamasına ulaşılabilecekti.
- Yurt içi benzer şirketler tespit edilirken, şirketlerin ürettikleri ürünlerin katma değerleri hesaba katılmış olmasını ve ilgili emtialar üzerinde daha az işlem uygulanmış ürünler satan şirketler değerlendirme dışında bırakılmışının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde çarpan değerleri için 19.03.2021 tarihi baz alınmasına karşılık rapor tarihi 06.04.2021'dir. Hem rapor tarihi hem de halka arz tarihi değerlendirildiğinde piyasalarda bu süreç içerisinde yaşanan dalgalanmalar nedeniyle çarpan değerlerinde oluşan değişiklikler göz önünde bulundurulduğunda değerlemenin daha güncel verilerle yapılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını uygun bulmakla birlikte F/K çarpanı da değerlendirme çalışmasına dâhil edilebilirdi.
- Piyasa çarpanları için medyan değerlerin kullanılmış olmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in dâhil olması beklenen Ana Pazar'daki şirketler üzerinden de bir çalışmanın katılması uygun olabilirdi diye düşünüyoruz.
- Şirket'in özsermaye değerinin hesaplanmasında Ağırlıklandırmanın piyasa çarpanları analizinde %50-%50 şeklinde eşit yapılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Halka arz fiyatı belirlenme aşamasında Çarpan Analizi ve İNA analizinden bulunan piyasa değerlerine sırasıyla %30 ve %70 ağırlık verilmiş olmasını makul olarak değerlendiriyoruz.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %30 iskonto oranı uygulanarak bulunan 4,87 TL pay başına fiyatın makul olduğunu düşünüyoruz.