

**Erciyas elik Boru Sanayi A.Ő. Ve
Özbal elik Boru Sanayi Ticaret
Ve Taahhüt A.Ő. BirleŐmesine
İliŐkin Uzman Kuruluş Raporu**

Ağustos 2017

İçindekiler

	Sayfa
1. Giriş	3
2. Çelik Boru Sektörü	5
3. Şirket Bilgileri	7
4. İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Analizi	11
5. Piyasa Çarpanları ve Borsa Analizi	25
6. Özkaynak Analizi	27
7. Birleşme ve Hisse Değişim Oranının Hesaplaması	28
8. Finansal Tablolar	30

Giriş

Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş. (Erciyas Çelik Boru) ve Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş. (Özbal Çelik Boru) Yönetim Kurulları'nın almış olduğu karar doğrultusunda, Özbal Çelik Boru'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Erciyas Çelik Boru tarafından devralınması suretiyle, Erciyas Çelik Boru bünyesinde birleşmesi işleminde, Invest AZ Yatırım Menkul Değerler (Invest AZ) olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) II 23.2 nolu Birleşme ve Bölünme tebliği kapsamında Uzman Kuruluş Raporumuzu hazırlamış bulunuyoruz.

Bu rapor, SPK'nin Birleşme ve Bölünme Tebliği 7. Maddesinde yer alan "Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi dikkate alınır" düzenlemesine istinaden, uluslararası kabul görmüş 3 farklı değerlendirme metodu kullanılarak hesaplanan birleşmeye esas değerlerin ışığında birleşme oranları ve hisse değişim oranları ve birleşme sonrası ulaşılmaya gereken sermaye tutarını tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır. Raporun düzenlenme tarihinde Erciyas Çelik Boru'nun henüz SPK mevzuatına uygun 31 Aralık 2016 tarihli finansalların açıklanmış olması ve birleşmeye esas bilançoların bu tarih itibarıyla değerlendirilme sebebiyle, değerlendirme çalışmamızı bu tarihteki finansal durum üzerinden hazırlamış bulunmaktayız.

Bu raporda Invest AZ tarafından yapılan çalışmada genel kabul görmüş değerlendirme metodları kullanılmıştır. Şirketlerin özellikleri dikkate alındığında bulunan şirket makul değeri için değerlendirme yöntemi olarak gelir yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA), piyasa yaklaşımı kapsamında benzer şirketlerin çarpan analizi ve borsa değeri analizi ile varlık yaklaşımı kapsamında da özkaynak analizi yöntemlerine başvurulmuştur. Değerleme esnasında, Şirket'in yayınlanmış olan denetimden geçmiş finansal verilerinin yanında Şirket yöneticilerinden alınan veriler ve tahminler kullanılmıştır. Çalışma esnasında, şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uyduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

Invest AZ olarak, Özbal Çelik Boru'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Erciyas Çelik Boru tarafından devralınması suretiyle, Erciyas Çelik Boru bünyesinde birleşmesi ile ilgili olarak birleşme ve hisse değişim oranı hesaplamasında, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) uyarınca 3 farklı değerlendirme methodu incelenerek değer hesaplanmaya çalışılmıştır.

Buna karşılık, İndirgenmiş Nakit Akımları analizimizde Erciyas Çelik Boru için bulunan 298 mn TL'ye karşılık olarak Özbal Çelik Boru için bu analizimizden pozitif bir sonuç çıkarması sonucunda birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasında bu yöntemden çıkan sonuç dikkate alınmamıştır. Bunun yanında Özkaynak analizine baktığımızda da yine Erciyas Çelik Boru için 256,5 mn TL olan özkaynakların, Özbal Çelik Boru tarafında negatif olması dolayısıyla hesaplamalarımızda bu yöntem de dikkate alınmamıştır. Dolayısıyla hesaplamalarımızda birleşmeye esas değerler olarak Erciyas Çelik Boru için piyasa çarpanları ve Özbal Çelik Boru için de borsa analizimizden çıkan sonuçlar olan Erciyas Çelik Boru için 270.640.913 TL ve Özbal Çelik Boru için bulunan 28.579.098 TL kullanılmıştır.

Birleşme Oranı hesaplanırken, Devralan Ortaklığın birleşmeye esas değerinin, Devralan Ortaklık ve Devralan Ortaklık birleşmeye esas değerlerinin toplam değerine bölümü ile bulunmaktadır. Buna göre 270,6 m'n TL olan Erciyas Çelik Boru'nun değerinin, iki şirketin toplam değeri olan 299,2 m'n TL'ye bölümü ile bulunan %90,45 oranı birleşme oranı olarak hesaplanmaktadır. Devralan ortaklığın ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesi ile bulunan 65.783.072 TL de birleşme sonrası sermaye olarak hesaplanmaktadır. Buna göre Erciyas Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 59.500.000 TL, birleşme sonrasında 6.283.072 TL artırılarak 65.783.072 TL'ye çıkarılacaktır. Artırılacak bu 6.283.072 TL sermayenin de Özbal Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 20.540.000 TL'ye bölümmesi ile bulunan 0,3059 da hisse değişim oranı olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birleşme ve hisse değişim oranının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II.23.2 nolu Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 7. maddesine istinaden adli ve makul olduğu görüşülmüştür.

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişim Oranı	
Birleşme Oranı	90.45%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	65,783,072
Filen Arttırılacak Sermaye (TL)	6,283,072
Değişim Oranı	0.3059

Çelik Boru Sektörü

Çelik Boru İmalatçıları Derneği'nin (ÇEBİD) yayınlamış olduğu 2016 çelik boru sektör raporuna göre, dünya çelik boru üretiminin yaklaşık %70'i dikişli borulardan, kalanı ise dikişsiz borulardan oluşmaktadır. 2015 yılı istatistiklerine göre, dünya boru ve boru parçaları üretiminin yaklaşık %75'i Asya ülkelerinde yapılmaktadır. Bunun dışında, BDT ülkeleri ve Kuzey Amerika ülkeleri de boru ve boru bağlantı parçaları üretiminin en fazla yapıldığı bölgelerdir.

Çelik boru sektöründe talep, genel ekonomik koşullara bağlı olarak değişkenlik arz etmektedir. Genel olarak; altyapı yatırımlarının devam ettiği, az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde talebin daha fazla olduğu gözlemlenmektedir. Bunun haricinde; çelik boru ve profillerin yoğun olarak kullanıldığı inşaat sektörü, otomotiv sektörü, enerji sektörü ile mobilya ve makine sanayilerindeki gelişmeler çelik boru talebini doğrudan etkilemektedir.

Üretim yöntemlerine göre, Türkiye'de çelik boru üretimini dikişli ve dikişsiz boru olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Üretilen çelik boruların, tamamına yakını dikişli borular üretimi oluşturmaktadır. Dikişli Boru üretimi de Spirale ve Boyuna kaynaklı (dikişli) olarak iki sınıfa ayrılmaktadır, her iki ürün isim olarak birbirine benzemekle beraber, üretim teknikleri, üretim yerleri, kullanım yerleri, yatırım maliyetleri ve talep bakımından birbirinden tamamen ayrılmaktadır. Üreticilerin büyük bir çoğunluğu ya spiral kaynaklı ya da boyuna kaynaklı üretim yapmaktadır, bazı firmalar ise üretim yerleri ve hatları aynı olmak şartı ile her iki türde üretim de yapabilmeye kapasitesine sahiptir. Ancak kullanım yerleri bakımından bunların birbirlerine alternatifleri bulunmadığından birbirlerine ikame edilebilir ürünler değildir.

Türkiye çelik boru sektörü; üretim kapasitesi, bilgi ve tecrübe birikimi, teknoloji ve altyapısı ile her türlü çelik borunun üretimini gerçekleştirebilecek durumdadır. Otomobil sanayinde kullanılan hassas soğuk çekme borulardan, petrol sanayinde kullanılan kuyu borularına ve doğal gaz, petrol, enerji nakli hatlarında kullanılan büyük çaplı, yüksek özellikli borulara kadar her türlü boru üretiminde ve ihracat edilmektedir. 2016 yılı üretim rakamlarına göre, Türkiye'de üretilen çelik boruların yaklaşık %70'lik kısmını küçük ve orta çaplı borular, kalanını ise büyük çaplı borular oluşturmaktadır.

Türkiye çelik boru sektörü; üretim kapasitesi, ürün kalitesi ve maliyet yapısı itibarıyla ihracat kabiliyeti çok yüksek olan bir sektördür. Sektörde üretilen ürünlerin, küresel ekonomik konjonktüre ve talep koşullarına bağlı olarak, %30-35'i ihracat edilmektedir.

Çelik boru üretiminde kullanılan yassı çelik ürünlerinin yaklaşık %60'lık bölümü yurtiçindeki yassı çelik üreticilerinden, kalan kısmı ithalat yoluyla ağırlıklı olarak Ukrayna, Rusya ve Avrupa Birliği ülkelerinden tedarik edilmektedir. Sektörün iç piyasada ve ihracat pazarlarında fiyat rekabetini sürdürebilmesi, maliyet içerisinde önemli bir paya sahip olan hammaddenin uygun koşullarda temin edilemesiyle mümkün olabilmektedir.

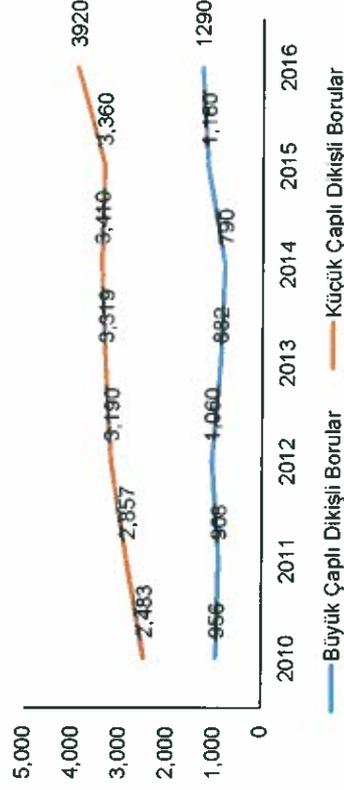
Türkiye çelik boru üretimi, 2000'li yılların başında sektöre yapılan yatırımlarla önemli bir ivme kazanmıştır. 2000-2007 döneminde sürekli bir artış gösteren çelik boru üretimi, 2008 ve 2009 yıllarında küresel ekonomik kriz sebebiyle azalan bir seyir izlemişse de daha sonraki dönemlerde ekonomideki toparlanmaya paralel olarak artmaya devam etmiştir. 2010 yılına gelindiğinde Türkiye, 3,5 milyon tona yakın çelik boru üretimiyle Avrupa'nın en fazla dikişli çelik boru üreten ülkesi konumuna yükselmiştir. Türkiye'den sonra Avrupa'da en fazla çelik boru üreten ülkeler İtalya ve Almanya'dır. 2016 yılında 5,21 milyon ton üretim gerçekleştiren çelik boru sektörü Avrupa'nın en fazla dikişli çelik boru üreten ülkesi olma unvanını korumaktadır.

Hem devralan şirket olan Erciyas Çelik Boru, hem de devredilecek şirket Özbal Çelik Boru, sadece spiral kaynaklı ürün üretimi yapabilme kapasitesine sahip olup; boyuna kaynaklı üretim potansiyeli bulunmamaktadır. Türkiye'deki toplam dikişli çelik boru pazarında faaliyet gösteren firmaların toplam üretim kapasitesi söz konusu olduğunda tahmini olarak:

- Spiral Kaynaklı Çelik Boru üretim kapasitesinin 3 milyon Ton/Yıl,
- Boyuna Kaynaklı Çelik Boru üretim kapasitesinin 4 milyon Ton/Yıl olduğu söylenebilir.

Erciyas Çelik Boru ve Özbal Çelik boru daha çok doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu olmak üzere ana olarak 3 çeşit boru üretimini ve satışını gerçekleştirmektedir. Erciyas Çelik Boru, Özbal Çelik Boru ile birleşmesi sonrasında, büyüyen kapasitesi ile sektördeki payını daha da artıracak, birleşme sonrası lokasyon avantajını kullanabilecek, büyük projeleri tek başına yapma imkanı bulacak, yurtdışındaki bazı ihalelere diğer firmalar 2'li, 3'lü katılırken bunlara tek başına katılabilecektir. 2018 yılından itibaren dünyada büyük çaplı projelerin hayata geçirilmeye başlamasının beklenmesi ile birlikte bu durum boru sektörü için önemli bir potansiyel oluşturacaktır. Birleşmiş şirket sektörde spiral kaynaklı çelik boru alanında %20-25'lik bir paya sahip olacaktır.

Türkiye Çelik Boru Üretimi (bin Ton)



Kaynak: ÇEBİD

Şirket Bilgileri

Erciyas Çelik Boru

Spiral Kaynaklı (HSAW) çelik boru üretiminde uzmanlaşmış olan Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş.'nin Düzce de bulunan fabrikası, 5 yıllık hattı ve yıllık 450.000 ton kapasitesi ile büyük bir çok proje için üretim yapmıştır. Cezayir'de Tamanrasset - In Salah İçmesuyu Hattı, Greo doğalgaz hattı, GK-1 doğalgaz Hattı, Portekiz'de REN doğalgaz hattı, Almanya'da Vattenfall doğalgaz projesi ve Türkiye'de Botaş'ın çeşitli projeleri ile Büyük İstanbul İçme Suyu Projesinin Melen ve Yeşilçay fazları bunlardan bir kaçıdır.

Erciyas mevcut durumda Ø273 milimetreden Ø4.064 milimetreye kadar çapta ve 4 milimetreden 35 milimetreye kadar et kalınlığında olmak üzere, S235 kaliteden API 5L X100 kaliteye kadar petrol, doğalgaz, su ve kazık boruları üretmektedir. 2011 ilk çeyreğinde devreye soktuğu 5. üretim hattı ile kapasitesini 450.000 tona çıkarmış olan Erciyas Çelik Boru, şirket sitesinde yer alan bilgilere göre EMEA ve NAFTA bölgesinde tek çatı altında toplanmış en büyük Spiral Kaynaklı Çelik Boru üreticisidir. Doğalgaz boruları için çok önemli olan DWTT, Charpy, sertlik gibi testleri de kendi bünyesinde gerçekleştiren Erciyas Boru, ISO 9001, API 5L, ISO 14001, OHSAS 18001, CE, API QR, ISO 29001, EN 10208-2, ISO 3183, EN 10002 gibi uluslararası kalite sertifikalarını bulundurmaktadır.

Erciyas Çelik Boru'nun ana ortağı olan Erciyas Holding, üç ana sektörde (sanayi, enerji, taahhüt) ve dünya çapında 50'den fazla ülkede faaliyet gösteren bir yatırım şirkettir. Holding'in bünyesinde bulunan şirketleri, Erciyas Çelik Boru, Bırış Bisiklet Motosiklet, Briza Rüzgâr Enerji, Erciyas Enerji, Çelikler Boru, Argaios Turizm ve Yatçılıktır. Ayrıca Erciyas Holding, 2015 yılı sonlarında, bünyesindeki Erciyas Çelik Boru ile aynı sektörde faaliyet gösteren Özbal Çelik Boru'nun %51'lik hissesini satın alarak, bu şirkette de hakim ortak konumuna gelmiştir.

Erciyas Çelik Boru Ortaklık Yapısı		
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Erciyas Holding A.Ş.	31,397,760	52.8%
Ahmet Kamil Erciyas	10,197,490	17.1%
Emre Erciyas	8,925,000	15.0%
Kamil Bilge Erciyas	8,925,000	15.0%
Hakime Erciyas	54,750	0.1%
Toplam	69,500,000	100.0%

Kaynak: Erciyas Çelik Boru Finansal Tablo Dipnotları

Şirketin son açıklanan 2016 yılı finansallarına baktığımızda, şirketin cirosu 2015 yılına göre %53 artışla 582 m. TL'ye yükselmiştir. Satışların %24'ü yurtdışı satışlardan oluşmaktadır (2015 %32). Brüt karlılığı da bu dönemde %19'dan %19.9'a yükselmiştir. Böylelikle şirketin brüt karı %60'lık artışla birlikte 116 m. TL seviyesine yükselmiştir. 2016 yılında şirketin faaliyet giderleri de %34 oranında artarken, Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FVAÖK) rakamı aynı dönemde 21 m. TL'den 110 m. TL'ye ulaşmıştır.

Bu dönemde TL'nin değer kaybı faaliyet karlılığına olumlu katkı sağlarken, finansal giderler tarafında ise kur farkı giderlerine de bağlı olarak olumsuz bir katkıda bulunmuştur. Böylelikle şirketin net karı, satışlardaki ve karlılıktaki artışın da etkisiyle 2016 yılında 2015'teki 13 mn TL'den 39,5 mn TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde şirketin net kar marjı da %6,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Erciyas Boru - Özet Finansal Bilgiler (TL)	2016	2016	Değişim (%)
Net Satışlar	379,681,086	581,967,702	53.3%
Satış Büyümesi	52.4%	53.3%	
Satışların Maliyeti	-307,394,868	-465,974,536	
Brüt Kar	72,286,218	115,993,166	60.5%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>19.0%</i>	<i>19.9%</i>	
Genel Yönetim Giderleri	-9,571,127	-10,421,808	8.9%
Pazarlama Giderleri	-32,899,978	-46,514,635	41.4%
Esas Faaliyet Karı	29,815,113	59,056,723	98.1%
Amortisman Giderleri	7,856,599	8,415,553	7.1%
FVAOK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	21,481,172	110,067,599	412.4%
<i>FVAÖK Marjı</i>	<i>5.7%</i>	<i>18.9%</i>	
Dönem Net Karı	13,003,314	39,464,489	203.5%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>3.4%</i>	<i>6.8%</i>	

Kaynak: Erciyas Çelik Boru

Erciyas Boru'nun 2016 sonu itibarıyla borç yapısına baktığımızda, Şirket'in yaklaşık 187 mn TL kısa vadeli, 17 mn TL uzun vadeli olmak üzere toplamda 204 mn TL seviyesinde finansal borcu bulunmaktadır. Şirketin kasasında ise 87 mn TL nakit bulunmaktadır. Böylelikle 2016 sonu itibarıyla şirketin net borcu 117 mn TL seviyesinde bulunmaktadır (2015, 226 mn TL net borç). Şirketin net işletme sermayesi ihtiyacı 2016 yılında, 2015 yılındaki 230 mn TL'den 125 mn TL'ye bir iyileşme göstermiştir. 22 Şubat 2017'de yapılmış olan değerlendirme raporlarına göre, şirketin elinde 33 mn TL'lik bir yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunmaktadır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	Rayıç Değer
	22.02.2017
İzmit Kocaeli Arması	7,000,000
Palladium Ofis	14,387,500
Palladium Kule	11,624,000
Toplam	33,011,500

Kaynak: Erciyas Çelik Boru, 22 Şubat 2017'de yapılan Gayrimenkul Değerleme Raporlarına göre.

Özbal Çelik Boru

Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt Anonim Şirketi ("Şirket") 24 Temmuz 1995'de kurulmuş olup, ana faaliyet konusu spiral kaynaklı çelik boru kaplaması, üretimi ve bu ürünlere ait hammaddelerin ticaretidir. Şirket doğalgaz, petrokimya ve petrol boruları, içme suyu boruları, kazık boruları, çelik yapı boruları, genel ve özel amaçlı boru ve ek parçalarının imalatını gerçekleştirmektedir. Şirketin üretim ve pazarlamasını yapmış olduğu "spiral kaynaklı çelik boru üretimi pazarı"dır. Tarsus Organize Sanayi Bölgesinde(Mersin) 42.000 m² lik alan içerisinde kurulu 16.000 m² lik kapalı üretim tesisi bulunmakta olup, yıllık üretim kapasitesi 150.000 Ton'dur.

Şirketin hakim ortağı Erciyas Holding A.Ş.'dir. Erciyas Holding, 2015 Aralık ayı itibarıyla, Özbal Çelik Boru hisselerinin %51'ine tekabül eden, 7.900.000 adet (A) ve 2.575.400 adet (B) grubu hisselerinin tamamını 1.500.000 USD bedelle devralmış, ayrıca Özbal'da yapılacak ilk bedelli sermaye artırımında, 10.000.000 TL'ye kadar artırılabilecek toplam şirket sermayesi içerisinde %12,42 oranında eski ortakların payına isabet eden tutarı da karşılanacağına dair taahhüt vermiştir.

Özbal Çelik Boru Ortaklık Yapısı		
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı (%)
Erciyas Holding A.Ş.	10.475.400	51,0%
Cemal Yücehan Öztüre	850.627	4,1%
Hasan Tufan Ballı	850.627	4,1%
Bilgehan Öztüre	836.860	4,1%
Diğer	7.526.486	36,6%
Toplam	20.540.000	100,0%

Kaynak: Özbal Çelik Boru Finansal Tablo Dipnotları

Özbal Çelik Boru'nun son açıkladığı 2017/3 aylık finansallarına baktığımız zaman, şirketin cirosu bir önceki yılın dönemine göre %24 düşüşle 25.5 mn TL olarak açıklanmıştır. Brüt karlılığı da bu dönemde %15,5'den %6 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylelikle brüt kar da aynı dönemde %71 düşerek 1,5 mn TL'ye gerilemiştir. Faaliyet giderlerinde ise 1Ç17'de, 1Ç16'ya göre genel yönetim giderlerinde %18, pazarlama giderlerinde ise %10,5'lik bir iyileşme sağlanmıştır. Şirket hem satışlardaki hem karlılıktaki düşüş ile birlikte 1Ç17'de yalnızca 179.627 TL FVAOK elde etmiştir (1Ç16 FVAOK 1,7 mn TL). Tüm bunların sonucunda da şirketin 1Ç16'da elde etmiş olduğu 472 bin TL net kar, 2017 yılının ilk çeyreğinde 2,3 mn TL net zarara dönüşmüştür.

INVESTAZ
Makul Mankul Değerler A.Ş.

Özbal Boru - Özet Finansal Bilgiler (TL)	2015	2016	Değişim (%)	1Ç16	1Ç17	Değişim (%)
Net Satışlar	192,534,316	115,072,528	-40.2%	33,795,257	25,521,169	-24.5%
Brüt Kar	27,748,664	18,008,070	-35.1%	5,242,711	1,519,755	-71.0%
Brüt Kar Marjı	14.4%	15.6%		15.5%	6.0%	
Genel Yönetim Giderleri	-5,759,713	-4,222,114	-26.7%	-1,044,194	-854,845	-18.1%
Pazarlama Giderleri	-15,284,275	-8,323,944	-45.5%	-1,985,311	-1,776,202	-10.5%
Esas Faaliyet Karı	6,704,676	5,462,012	-18.5%	2,213,206	-1,111,292	-150.2%
Amortisman Giderleri	2,574,641	2,523,434	-2.0%	649,549	608,360	-6.3%
FVAÖK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	1,886,071	218,627	-88.4%	1,711,878	179,627	-89.5%
FVAÖK Marjı	1.0%	0.2%		5.1%	0.7%	
Dönem Net Karı	-12,327,258	-6,019,391	-51.2%	471,663	-2,277,064	-582.8%
Net Kar Marjı	-6.4%	-5.2%		1.4%	-8.9%	

Kaynak: Rasyonel

Özbal'ın son durum itibarıyla borç yapısına baktığımızda, Şirket'in yaklaşık 42 m'n TL kısa vadeli, 7 m'n TL uzun vadeli olmak üzere toplamda 49 m'n TL seviyesinde finansal borcu bulunmaktadır. Borcun vade yapısına baktığımızda da finansal borçların %45'inin vadesinin 6 aydan kısa olduğu görülmektedir. Şirketin net borcu 2017 3 ay itibarıyla 48,7 m'n TL seviyesinde bulunurken, net işletme sermayesi fazlası da aynı dönem itibarıyla 11,7 m'n TL seviyesinde (2016 net işletme sermayesi ihtiyacı 7,5 m'n TL) bulunmaktadır. Şirket'in bu borçluluk yapısı içerisinde kısa vadeli borçlarını karşılayacak bir nakit ve karlılık yaratmadığı görülmektedir. Şirketin 1Ç17 itibarıyla özkaynakları 3,7 m'n TL ekside bulunmaktadır ve geçmiş yıl zararları 55 m'n TL seviyesindedir. Şirketin 2017 ilk çeyreği sonunda elinde 8,3 m'n TL'lik yatırım amaçlı gayrimenkul bulunurken, 8,1 m'n TL değer biçilen Kuşadası arsası üzerinde kullanılan kredi karşılığında 10 m'n TL'lik ipotek bulunmaktadır.

Borçların Vade Yapısı		
Vade	Tutar (TL)	Oran
6 Aydan Kısa	21,937,267	45%
6-12 Ay Arası	20,182,083	41%
1-2 Yıl Arası	6,692,511	14%
2-5 Yıl Arası	0	0%
Toplam	48,811,861	100%

Kaynak: www.kap.gov.tr Özbal Çelik Boru -Bağımsız denetim raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Erciyas Çelik Boru Hedef Değer Hesaplama

Erciyas Boru için hazırlanan İNA çalışmasında, şirket yetkililerinden alınan ileriye dönük satış tahminleri kullanılmıştır. Tarafımıza sağlanan veriler 2017 yılından itibaren başlayarak 5 yıllık bir dönem kapsamaktadır. Şirket ana faaliyet olarak doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu olmak üzere 3 çeşit boru üretim satışı gerçekleştirmektedir. Satış projeksiyonlarında önce ton bazında satış miktarları tahminleri, bunun üzerine USD bazında yapılmış olan ton bazına satış fiyatı tahminleri alınmıştır. İlgili senenin ortalama tahmini USD/TL kuru ile çarpılarak ton başına TL fiyatı hesaplanmış, bunun da beklenen ton bazında satışı ile çarpılarak TL geliri ulaşılmıştır.

Bulunan satış gelirinin üzerine diğer satışlar da eklenerek toplam gelirlere ulaşılmıştır. Diğer gelirler genel olarak yapılan üretilere paralel oluşan hurdaların satışı, bazı projelerde şirketin üretmediği ürünlerin istenmesi ve müşterilerin memnuniyeti adına şirketin bunu tedarik etmesi, kira gibi gelirlerden oluştuğu belirtilmiştir. 2017-2021 arası dönemde şirketten de alınan bilgiler doğrultusunda diğer satışlar genel olarak ana ürün satışları toplamının %21-22'si civarında bir seyir izlediği görülmektedir.

Erciyas Çelik Boru Satış Projeksiyonları (TL)						
	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satış Miktarları (ton)	179,207	185,000	190,000	198,000	206,000	225,000
Satış Miktarı Büyümesi		3%	3%	4%	4%	9%
Doğalgaz Borusu	106,714	65,000	75,000	73,000	75,000	80,000
Su Borusu	57,004	90,000	85,000	90,000	98,000	110,000
Kazık Borusu	15,489	30,000	30,000	35,000	33,000	35,000
Satış Fiyatları (ABD\$/Ton)	2,305	2,520	2,460	2,500	2,500	2,550
Doğalgaz Borusu	1,012	1,050	1,030	1,040	1,045	1,060
Su Borusu	753	850	830	845	835	850
Kazık Borusu	540	620	600	615	620	640
Satışlar (TL)	480,941,337	596,318,915	645,917,618	714,031,981	780,763,961	903,784,924
Doğalgaz Borusu	326,095,552	249,150,694	300,947,744	312,454,584	338,706,310	381,868,269
Su Borusu	129,597,888	279,267,811	274,846,127	312,989,609	353,637,478	421,045,792
Kazık Borusu	25,247,897	67,900,409	70,123,746	88,587,789	88,420,173	100,870,863
Diğer Satışlar (TL)	101,026,365	125,000,000	145,000,000	160,000,000	170,000,000	195,000,000
Diğer Satışlar/Satışlar	21%	21%	22%	22%	22%	22%
Toplam Satışlar (TL)	581,967,702	721,318,915	790,917,618	874,031,981	950,763,961	1,098,784,924
Satış Büyümesi		24%	10%	11%	9%	16%

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

USD/TL Kur Tahminleri	
2016	3.0190
2017T	3.6506
2018T	3.8958
2019T	4.1156
2020T	4.3216
2021T	4.5032

Kaynak: Invest AZ Tahminleri

Satış miktarına baktığımızda 2016 yılı için 179 bin ton civarında olan toplam satışların 2017 için %3 büyüme ile birlikte 185 bin tona çıkması beklenmektedir. 2017 yılı için doğalgaz borusu satışlarında azalma beklenirken, su ve kazık borusu satışlarında ise artış beklenmektedir. Satış fiyatı tahminlerinde şirket tarafından verilen bilgiye göre fiyatları daha çok ürünlerin ana hammaddesi olan rulo sac fiyatları belirlemekte ve bunun üzerinden belli bir marj eklenerek satış fiyatına ulaşılmaktadır. Diğer yıllar için %3-4 civarında ton bazında büyümeler beklenirken, 2-3 yıl içerisinde devreye alınması beklenen büyük projeler ile birlikte 2021 yılı için ton bazında %9'luk bir büyüme öngörüldüğü ifade edilmiştir. Toplam satış büyümesine de baktığımız zaman 2016'da büyüme %53 civarında olurken 2017 için büyüme tahmini %24, sonraki yıllar için de düşük çift haneli satış büyümeleri olacağı tahmin edilmiştir. Projeksiyon periyodu olan 2017-2021 arasında satışların yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %13,6 seviyesinde bulunmaktadır.

Satışların maliyeti tarafına baktığımızda, ana maliyet kalemleri sac fiyatları üzerinden belirlenmektedir. Doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu için şirket yetkilileri tarafından iş planları doğrultusunda yapılmış olan tahminler kullanılmıştır. Verilmiş olan ton başına USD maliyetler, ton bazında satış miktarı ve o senenin ortalama USD/TL kuru ile çarpılarak, ana ürünler için toplam maliyete ulaşılmıştır. Bunun yanında diğer giderler için de diğer satışlar kaleminin %75'i oranında maliyet oluşacağı hesaplanarak maliyet kalemi içerisine eklenmiştir. Son olarak da üretim maliyetine verilen amortisman değeri eklenerek toplam maliyet kalemine ulaşılmıştır.

Erciyes Çelik Boru Maliyet Projeksiyonları (TL)

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Maliyet (ABD\$/Ton)						
Doğalgaz Borusu	802	825	805	815	805	810
Su Borusu	601	725	690	710	695	715
Petrol Borusu	0	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	504	525	500	505	525	530
Maliyet (TL)	386,461,525	491,456,589	522,129,727	580,584,406	630,134,188	729,512,495
Doğalgaz Borusu	258,356,430	195,761,260	235,206,732	244,856,236	260,917,301	291,804,998
Su Borusu	103,515,178	238,199,016	228,486,540	262,985,352	294,344,966	354,173,813
Petrol Borusu	0	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	23,589,917	57,496,314	58,436,455	72,742,818	74,871,921	83,533,684

Kaynak: Erciyes Çelik Boru & Invest AZ Tahminleri

Şirket 2016 yılında %19,9'lük bir brüt kar marjına ulaştıktan, 2017 yılı için ise, toplam satışlar içerisinde ağırlığı düşen doğalgaz boru satışlarının etkisi ve daha düşük kar marjına sahip su borusu satışlarının, devletin çoğu su projelerini hayata geçirme kararı almasının etkisiyle artacağı beklentisi ile de brüt kar marjının %18,2 seviyesine kadar gerilemesi beklenmektedir. Ürün grupları içerisinde en yüksek kar marjlarına sahip doğalgaz borularının sonraki projeksiyon yıllarında beklenen yeni projelerin de devreye girmesiyle yeniden artmaya başlamasının etkisiyle brüt kar marjında sonraki yılları için iyileşme yaşanması bildirilirken, 2021 yılında yeniden 2016 seviyesine ulaşacağı ifade edilmiştir.

Erciyes Çelik Boru Maliyet Projeksiyonları (TL)						
	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Düğer Maliyetler	74,745,471	93,750,000	108,750,000	120,000,000	127,500,000	146,250,000
Toplam Maliyetler (Amort. Hariç) (TL)	460,206,996	586,206,589	630,879,727	700,584,406	757,634,188	875,762,495
Maliyet/Satışlar (Amort. Hariç)	79.1%	81.1%	79.8%	80.2%	79.7%	79.7%
Amortisman	5,767,540	4,882,804	4,882,804	4,882,804	4,882,804	4,882,804
Toplam Maliyetler (TL)	465,974,536	590,089,393	635,762,531	705,467,210	762,516,992	880,645,298
Maliyet/Satışlar	80.1%	81.8%	80.4%	80.7%	80.2%	80.1%
Brüt Kar	115,993,166	131,229,521	155,155,087	168,564,771	188,246,969	218,139,625
Brüt Kar Marjı	19.9%	18.2%	19.6%	19.3%	19.8%	19.9%

Kaynak: Erciyes Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Faaliyet giderleri tarafına geldiğimizde, şirketin pazarlama ve genel yönetim giderleri bu bölümün altında bulunmaktadır. Şirketin vermiş olduğu bilgiler ve tahminlerine göre hem pazarlama giderlerinin, hem de genel yönetim giderlerinin, projeksiyon dönemi boyunca satış büyümesi kadar artacağı öngörülmüştür. Daha sonra da amortismanın genel yönetim giderlerine düşen kısmı faaliyet giderlerine eklenmiştir.

Erciyes Çelik Boru Maliyet Projeksiyonları (TL)						
	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyet Giderleri (TL)	56,936,443	69,838,752	76,331,216	84,084,479	91,242,365	105,050,392
Pazarlama Giderleri	46,514,635	57,652,488	63,215,268	69,858,307	75,991,225	87,822,021
Genel Yönetim Giderleri (Amort. Hariç)	7,773,795	9,635,217	10,564,901	11,675,125	12,700,093	14,677,324
Amortisman	2,648,013	2,551,047	2,551,047	2,551,047	2,551,047	2,551,047
Esas Faaliyet Karı	59,056,723	61,390,769	78,823,871	84,480,292	97,004,603	113,089,233
Faaliyet Marjı	10.1%	8.5%	10.0%	9.7%	10.2%	10.3%

Kaynak: Erciyes Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Faaliyet giderlerinin de hesaplanması sonrası ulaşılmış olduğumuz esas faaliyet kar marjına baktığımızda 2016 yılı için %10,1 seviyesinden 2017 yılı için %8,5 seviyesine gerilediğini görüyoruz.

Sonraki yıllar için yukarıda da açıkladığımız gibi katma değeri daha yüksek olan ürünlerin toplam satışlar içerisindeki ağırlığı arttıkça faaliyet marjında da yeniden toparlanma yaşanmasının beklendiği belirtilmiştir.

Erciyas Çelik Boru Projeksiyonları (TL)					
	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Amortisman Giderleri	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851
Amortisman Gid./Satışlar	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.7%
FVAÖK	68,824,620	86,257,721	91,914,143	104,438,454	120,523,084
FVAÖK Marjı	9.5%	10.9%	10.5%	11.0%	11.0%
FVAÖK Büyümesi	2.0%	25.3%	6.6%	13.6%	15.4%

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

İşletme sermayesi ihtiyacının tahmininde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş son 3 yılı için hesaplanan devir günü sayılarının ortalamalarının, projeksiyon dönemimiz boyunca sabit kalacağı varsayımı altında tahminler yapılmıştır. Gün sayılarına baktığımızda 2016 yılı için özellikle 2015 yılına göre ciddi iyileşmeler göze çarpsa da, temkinli kalmak açısından son 3 yıllık ortalamaların kullanılmasının daha doğru olacağını düşünüyoruz.

Erciyas Boru - İşletme Sermayesi (TL)				
	2014	2015	2016	Ortalama
Ticari Alacaklar (Ortalama)	48,450,921	105,135,141	120,466,851	
Satışlar	249,209,876	379,681,086	581,967,702	
Ticari Alacak Tahsil Süresi	71	101	76	83
Ticari Borçlar (Ortalama)	55,945,435	69,945,623	88,456,116	
Maliyet	209,172,504	307,394,868	465,974,536	
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	98	83	69	83
Stoklar (Ortalama)	71,859,638	115,785,067	145,169,731	
Maliyet	209,172,504	307,394,868	465,974,536	
Stok Tutma Süresi	125	137	114	126

Kaynak: Erciyas Çelik Boru

İşletme sermayesi hesaplamaları yapılırken, hem ticari alacaklar, hem ticari borçlar, hem de stoklar için, dönem başı ve dönem sonu değerlerinin ortalaması olan değerler üzerinden işlemler yapılmıştır. Burada görüldüğü üzere 2016 yılı için 76 olan ticari alacak tahsil süresi son 3 yılın ortalaması olan 83 güne, stok tutma süresi de aynı dönem için 114 günden 126 güne çıktığı görülmüş, ticari borçların ödeme süresi için ise 69 günden 83 güne çıkacağı varsayımı yapılmıştır. Tahmin periyodu boyunca devir günleri sabit tutulurken, 2017 için işletme sermayesi ihtiyacı 54 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Diğer yıllar için işletme sermayesi ihtiyacı kısmen azalırken, 2021 yılı için satış büyümesindeki artışın da etkisiyle yeniden yükselen bir işletme sermayesi göze çıkmaktadır.

Erciyes Boru - İşletme Sermayesi (TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Ticari Alacaklar (Ortalama)	120,466,861	163,095,294	178,832,052	197,624,796	214,974,437	248,443,021
Satışlar	581,967,702	721,318,915	790,917,618	874,031,981	950,763,961	1,098,784,924
Ticari Alacak Tahsil Süresi	76	83	83	83	83	83
Ticari Borçlar (Ortalama)	88,456,116	134,705,135	145,131,362	161,043,491	174,066,769	201,033,005
Maliyet	465,974,536	590,089,393	635,762,531	705,467,210	762,516,992	880,645,298
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	69	83	83	83	83	83
Stoklar (Ortalama)	145,169,731	202,941,203	218,648,927	242,621,484	262,241,818	302,868,037
Maliyet	465,974,536	590,089,393	635,762,531	705,467,210	762,516,992	880,645,298
Stok Tutma Süresi	114	126	126	126	126	126
İşletme Sermayesi İhtiyacı	177,180,466	231,331,362	252,349,616	279,202,789	303,149,486	350,278,053
İşletme Sermayesi İhtiyacındaki Değişim		54,150,896	21,018,255	26,853,172	23,946,698	47,128,567

Kaynak: Erciyes Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Şirketin yatırım harcamaları tahminlerine baktığımızda, yetkililerden almış olduğumuz bilgilere göre ciddi bir yatırım harcaması bu aşamada uzun bir süre için öngörülmemektedir. Halihazırda şirketin 5 yıllık projeksiyon dönemi sonunda 2021 yılında 225 bin ton satış miktarına ulaşmasını beklediğimizi ve şirketin yıllık üretim kapasitesinin de 450 bin ton olduğu gözönüne alındığında, önümüzdeki dönem için kapasite konusunda uzun bir süre sorun yaşamayacağı görülmektedir. Yatırım harcaması olarak şirketin yalnızca bakım onarım maliyetleri olacağı öngörülmüş, onun da şirketin yıllık amortisman gideri kadar olacağı varsayılmıştır. Böylelikle yukarıda anlatılan projeksiyonlar ışığında ulaşılan faaliyetlerden serbest nakit akımları hesabı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Şirketin 2017 yılı için artan işletme sermayesi giderleri nedeniyle faaliyetlerinden nakit çıkışı olacağı varsayılrsa da, sonraki yıllar için düzenli nakit yaratmaya devam edecektir. Projeksiyon dönemi boyunca faaliyet karı üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi oranının %20 olacağı kabul edilmiştir.

Erciyas Çelik Boru Serbest Nakit Akımı Hesabı (TL)					
TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Gelirler	721,318,915	790,917,618	874,031,981	950,763,961	1,098,784,924
% Büyüme	23.9%	9.6%	10.5%	8.8%	15.6%
Faaliyet Karı	61,390,769	78,823,871	84,480,292	97,004,603	113,089,233
Faaliyet Marjı Margin	8.5%	10.0%	9.7%	10.2%	10.3%
Amortisman	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851	7,433,851
FVAÖK	68,824,620	86,257,721	91,914,143	104,438,454	120,523,084
FVAÖK Marjı	9.5%	10.9%	10.5%	11.0%	11.0%
Vergi	-12,278,154	-15,764,774	-16,896,058	-19,400,921	-22,617,847
Çalışma Sermayesindeki Değişim	-54,150,896	-21,018,255	-26,853,172	-23,946,698	-47,128,567
Yatırım Harcamaları	-7,433,851	-7,433,851	-7,433,851	-7,433,851	-7,433,851
Yat Harıatsatlar	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı (FSNA)	-5,038,281	42,040,842	40,731,062	53,656,985	43,342,820

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) hesaplanmasında, TL bazında ve 5 yıllık bir dönem için projeksiyon yapılmasından dolayı Türkiye 5 yıllık devlet tahvilinin, son açıklanan bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloların 2016 yılı olması sebebiyle değerleme dönemi olan 2016 yılsonu için getirisi olan %11,21 oranı, risksiz faiz oranı olarak kullanılmıştır. Buna hisse spesifik %5,6 risk primi eklenmesi ile birlikte, beta oranı olarak da şirketin yurtiçi ve yurtdışı benzerlerinin Bloomberg data terminalinden temin edilen 1 yıllık betalarının ortalaması kullanılarak, %16,5'lik bir özkaynak maliyetine ulaşılmıştır. Borç maliyeti olarak da şirketin vermiş olduğu %13 oranı üzerinden %20'lik vergi etkisi düşülerek %10,4'üğe hesaplanırken, bu oranın tahmin dönemi boyunca bu seviyelerde kalacağı varsayılmıştır. Sonuç olarak bulunan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) olan %13,8, serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi için kullanılmıştır.

INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Beta Hesabı			Beta (1 Yıllık)
Şirket İsmi	Bloomberg Kodu	Ülke	
Al Jazeera Steel Products Co.	ATMI OM	Urman	1.02
Araya Industrials Co. L.TD.	7305 JP	Japonya	0.90
Borusan Boru Sanayi A.Ş.	BRSAN TI	Türkiye	0.89
Erbosan Erciyas Boru	ERBOS TI	Türkiye	0.94
Froch Enterprise Co. L.TD.	2030 TT	Tayvan	0.88
Hanil Iron & Steel Co.	002220 KS	Güney Kore	0.88
Pacific Pipe PCL	PAP TB	Tayland	1.03
Seah Steel Corporation	003030 KS	Güney Kore	0.83
Steel Pipe Industry Of Indonesia	ISSP IJ	Endonezya	0.88
Surya Roshni LTD.	SYR IN	Hindistan	1.37
TMK PJSC	TRMK RM	Rusya	0.82
TMK-Artrom Slatina	ART RO	Romanya	0.59
Welspun Corp LTD.	WLCO IN	Hindistan	1.17
Ortalama			0.94

Kaynak: Bloomberg

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı	
Özkaynak Maliyeti	16.5%
Risksiz Faiz Oranı	11.2%
Hisse Risk Piri	5.6%
Beklenen Pazar Getirisi	16.8%
Borçlu Beta	0.94
Borçsuz Beta	0.57
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10.4%
Borç Maliyeti	13.0%
Vergi Oranı (%)	20.0%
Özkaynak Ağırlığı	55.7%
Borç Ağırlığı	44.3%
Borcun Özkaynağa Oranı	79.6%
AOSM	13.8%

INVEST AZ
Müşteri Memkul Değerler A.Ş.

5 yıllık tahmin periyodunun bugüne indirgenmesinden 110 mn TL, 5 yıl sonrasında bulunan devam eden değer hesaplamasının bugünkü değeri olarak da 272 mn TL değer bulunmuştur. Nihai değer hesaplamasında, TL üzerinden değerlendirme yapıldığı için ve yeni bir yatırım harcaması ve büyüme öngörülmediği için nihai büyüme oranı olarak uzun dönem enflasyon tahminimiz olan %5 kullanılmıştır. Bu büyüme oranının 2021 sonrası için makul bir büyüme olacağı düşünülmüştür. Bu iki değer toplamından 382 mn TL firma değerine ulaşılmıştır.

Bu firma değerinden şirketin 2016 yılsonu finansallarında yer alan finansal borçları ve nakit durumu üzerinden hesaplanan yaklaşık 117 mn TL net borç kalemi düşüldükten sonra, bilançosunda yer alan 33 mn TL değerindeki yatırım amaçlı gayrimenkuller de bu değer üzerine eklenmiştir. Böylelikle indirgenmiş Nakit Akımı (INA) analizi üzerinden ulaşılmış olduğumuz Erciyas Çelik Boru'nun nihai hedef değeri 298 mn TL olmaktadır.

TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı	-5,038,281	42,040,842	40,731,062	53,656,965	43,342,820
AOSM	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%
İskonto Çarpanı	0.88	0.77	0.68	0.60	0.52
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	-4,428,029	32,473,376	27,650,933	32,013,883	22,727,793

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	110,437,957
Nihai Büyüme Oranı	5%
Nihai Değer	518,243,133
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	271,752,571
Firma Değeri	382,190,528
Net Borç	116,895,939
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	33,011,500
Hedef Piyasa Değeri (TL)	298,306,089

Kaynak: Erciyas Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

INVESTAZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Hedef Değer Hesaplama

Özbal Çelik Boru için hazırlanan INA çalışmasında, şirket yetkililerinden alınan ileriye dönük satış tahminleri kullanılmıştır. Tarafımıza sağlanan veriler 2017 yılından itibaren başlayarak 5 yıllık bir dönemi kapsamaktadır. Satış projeksiyonlarında önce ton bazında satış miktarları tahminleri, bunun üzerine USD bazında yapılmış olan ton bazına satış fiyatı tahminleri alınmıştır. İlgili senenin ortalama tahmini USD/TL kuru ile çarpılarak ton başına TL fiyatı hesaplanmıştır, bunun da beklenen ton bazında satışı ile çarpılarak TL gelirine ulaşılmıştır.

Bulunan satış gelirinin üzerine diğer satışlar da eklenerek toplam gelirlere ulaşılmıştır. Diğer gelirler tarafında 2017 yılında 1,3 mn TL'ye gerileyeceği tahmin bilgilerine göre ticari mal satışı ve fason işçilik yapılmayacağı için, 2016 yılındaki 13,6 mn TL değerinden 2017 yılında 1,3 mn TL'ye gerileyeceği tahmin edilmiştir. Daha sonraki yıllar için de hacme bağlı olarak hafif artışlar öngörülmüştür.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satış Miktarları (ton)	63,848	57,500	62,000	63,500	64,300	66,500
Satış Miktarı Büyümesi		-10%	8%	2%	1%	3%
Doğalgaz Borusu	9,600	12,500	10,000	9,500	8,800	10,000
Su Borusu	33,880	35,000	38,000	42,000	43,000	42,500
Fason Boru Üretimi	17,454	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	2,914	10,000	14,000	12,000	12,500	14,000
Satış Fiyatları (ABD\$/Ton)	2,120	1,863	1,982	2,102	2,192	2,192
Doğalgaz Borusu	641	641	718	790	829	829
Su Borusu	565	622	653	685	719	719
Fason Boru Üretimi	321	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	593	600	612	627	643	643
Satışlar (TL)	101,459,324	130,562,265	157,950,524	180,293,156	199,962,179	215,566,158
Doğalgaz Borusu	19,135,960	29,250,109	27,965,058	30,872,380	31,530,692	37,335,573
Su Borusu	59,526,843	79,408,798	96,606,563	118,440,361	133,697,479	137,694,210
Fason Boru Üretimi	17,422,922	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	5,373,599	21,903,358	33,378,903	30,980,415	34,734,008	40,536,375
Diğer Satışlar (TL)	13,613,203	1,299,758	1,466,183	1,714,648	1,672,084	1,792,585
Diğer Satışlar/Satışlar	13%	1%	1%	1%	1%	1%
Toplam Satışlar (TL)	115,072,527	131,862,023	159,416,717	182,007,804	201,634,264	217,358,744
Satış Büyümesi		15%	21%	14%	11%	8%

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

USD/TL Kur Tahminleri	
2016	3.0190
2017T	3.6506
2018T	3.8958
2019T	4.1156
2020T	4.3216
2021T	4.5032

Kaynak: Invest AZ Tahminleri

Özbal, 2016 yılında yaklaşık 17 bin ton üretimini yaptığı fason boru tarafında 2017 yılında üretim yapmayacak olmasının etkisini bir miktar da olsa diğer segmentlerdeki artışla (özellikle kazık borusu tarafında) kapatacağını düşünmektedir. Yine de 2017 yılı için ton bazında üretimde %10'luk bir düşüş öngörülmüştür. Buna karşılık Dolar kurunun 2016'ya göre yüksek ortalamalarda olacağı beklentileri ile birlikte ciro bazında satışların %15 oranında artacağı tahmin edilmiştir. Projeksiyon periyodu olan 2017-2021 arasında satışların yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %13,6 seviyesinde bulunmaktadır.

Satışların maliyeti tarafına baktığımızda, ana maliyet kalemleri sac fiyatları üzerinden belirlenmektedir. Doğalgaz borusu, su borusu ve kazık borusu için şirket yetkilileri tarafından iş planları doğrultusunda yapılmış olan tahminler kullanılmıştır. Verilmiş olan ton başına USD maliyetler, ton bazında satış miktarı ve o senenin ortalama USD/TL kuru ile çarpılarak, ana ürünler için toplam maliyete ulaşılmıştır. Son olarak da üretim maliyetine verilen amortisman değeri eklenerek toplam maliyet kalemine ulaşılmıştır.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)

	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satışların Maliyeti	97,064,458	115,986,396	140,988,257	161,279,942	178,336,218	191,500,128
Maliyet (ABD\$/Ton)	1,771	1,581	1,723	1,829	1,908	1,908
Doğalgaz Borusu	542	542	646	711	746	746
Su Borusu	449	559	587	617	648	648
Fason Boru Üretimi	284	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	496	480	490	502	514	514
Maliyet (TL)	83,382,560	113,723,146	138,817,582	159,165,799	176,492,561	189,955,905
Doğalgaz Borusu	16,167,873	24,732,541	25,168,552	27,785,142	28,377,623	33,602,016
Su Borusu	47,305,402	71,467,918	86,945,907	106,596,325	120,327,731	123,924,789
Fason Boru Üretimi	15,414,673	0	0	0	0	0
Kazık Borusu	4,494,612	17,522,686	26,703,123	24,784,332	27,787,206	32,429,100

Kaynak: Özbal Çelik Boru & Invest AZ Tahminleri

Özbal Çelik Boru'nun brüt kar marjının 2016 yılındaki %15,6 seviyesinden %12 seviyesine gerilemesi öngörülmektedir. Kar marjındaki gerilemenin sebeplerinden biri, su borusu tarafında stokta bulunan düşük maliyetli mamüllerin 2016 yılında kullanılması ile o yıl özelinde artmış olan karlılığın, sonraki senelerde düşeceği beklentisidir. Ayrıca TANAP gibi büyük bir projenin bitmesinin ardından, sektördeki diğer bazı oyuncuların da rekabete katılarak karlılığı bir miktar düşürmesi beklenmektedir. Ayrıca yüklü finansal borcu bulunan şirketin önümüzdeki dönemde kapasite kullanım oranını yüksek tutmak için karlılığından bir miktar fedakarlık yapabileceği düşünülmektedir.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Düğer Maliyetler	11,310,802	4,250	4,675	5,143	5,657	6,223
Toplam Maliyetler (Amort. Hariç) (TL)	94,693,362	113,727,396	138,822,257	159,170,942	176,498,218	189,962,128
Maliyet/Satışlar (Amort. Hariç)	82.3%	86.2%	87.1%	87.5%	87.5%	87.4%
Amortisman	2,371,096	2,259,000	2,166,000	2,109,000	1,838,000	1,538,000
Toplam Maliyetler (TL)	97,064,458	115,986,396	140,988,257	161,279,942	178,336,218	191,500,128
Maliyet/Satışlar	84.4%	88.0%	88.4%	88.6%	88.4%	88.1%
Brüt Kar	18,008,069	15,875,626	18,428,460	20,727,862	23,298,046	25,858,616
Brüt Kar Marjı	15.6%	12.0%	11.6%	11.4%	11.6%	11.9%

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

Faaliyet giderleri tarafında, aynı Erciyes Çelik Boru için yapılan tahminlerde olduğu gibi hem pazarlama giderlerinin, hem de genel yönetim giderlerinin, projeksiyon dönemi boyunca satış büyümesi kadar artacağı öngörülmüştür. Daha sonra da amortismanın genel yönetim giderlerine düşen kısmı faaliyet giderlerine eklenmiştir.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonları (TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyet Giderleri (TL)	12,546,058	14,346,678	17,308,427	19,738,577	21,834,457	23,509,079
Pazarlama Giderleri	8,323,593	9,538,035	11,531,161	13,165,253	14,584,902	15,722,308
Genel Yönetim Giderleri (Amort. Hariç)	4,070,127	4,663,973	5,638,586	6,437,635	7,131,824	7,688,001
Amortisman	152,338	144,670	138,680	135,690	117,730	98,770
Esas Faaliyet Karı	5,462,011	1,528,948	1,120,034	989,285	1,463,589	2,349,537
Faaliyet Marjı	4.7%	1.2%	0.7%	0.5%	0.7%	1.1%

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri



İNVEST AZ
Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Projeksiyonlar (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Amortisman Giderleri	2,403,670	2,304,680	2,244,690	1,955,730	1,636,770
Amortisman Gid./Satışlar	1.8%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%
FVAÖK	3,932,618	3,424,714	3,233,975	3,419,319	3,986,307
FVAÖK Marjı	3.0%	2.1%	1.8%	1.7%	1.8%
FVAÖK Büyümesi	-50.8%	-12.9%	-5.6%	5.7%	16.6%

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri

İşletme sermayesi ihtiyacının tahmininde, şirketin bağımsız denetimden geçmiş son 3 yılı için hesaplanan devir günü sayılarının ortalamalarının, projeksiyon dönemimiz boyunca sabit kalacağı varsayımı altında tahminler yapılmıştır. Gün sayısı hesaplamalarında yıl ortalama verileri üzerinden gidilmiştir.

Özbal Boru - İşletme Sermayesi (TL)	2014	2015	2016	Ortalama
Ticari Alacaklar (Ortalama)	21,865,956	36,955,388	42,977,945	
Satışlar	151,213,655	192,534,316	115,072,528	
Ticari Alacak Tahsil Süresi	53	68	136	86
Ticari Borçlar (Ortalama)	42,190,414	53,073,091	50,264,425	
Maliyet	131,111,389	164,785,652	97,064,458	
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	117	118	189	141
Stoklar (Ortalama)	27,418,563	22,683,803	13,018,159	
Maliyet	131,111,389	164,785,652	97,064,458	
Stok Tutma Süresi	76	50	49	59

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Rasyonet

Özbal - İşletme Sermayesi (TL)	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Ticari Alacaklar (Ortalama)	42,977,945	30,980,398	37,454,251	42,761,927	47,373,077	51,067,474
Satışlar	115,072,527	131,862,023	159,416,717	182,007,804	201,634,264	217,358,744
Ticari Alacak Tahsil Süresi	136	86	86	86	86	86
Ticari Borçlar (Ortalama)	50,264,425	44,914,183	54,595,819	62,453,503	69,058,318	74,155,867
Maliyet	97,064,458	115,986,396	140,988,257	161,279,942	178,336,218	191,500,128
Ticari Borçlar Ödeme Süresi	189	141	141	141	141	141
Stoklar (Ortalama)	13,018,159	18,592,593	22,600,385	25,853,137	28,587,255	30,697,426
Maliyet	97,064,458	115,986,396	140,988,257	161,279,942	178,336,218	191,500,128
Stok Tutma Süresi	49	59	59	59	59	59
İşletme Sermayesi İhtiyacı	5,731,679	4,658,808	5,458,817	6,161,561	6,902,013	7,609,033
İşletme Sermayesi İhtiyacındaki Değişim		-1,072,871	800,009	702,744	740,452	707,020

Kaynak: Özbal Çelik Boru & Invest AZ Tahminleri

Şirketin yatırım harcamaları tahminlerine baktığımızda, yetkililerden almış olduğumuz bilgilere göre ciddi bir yatırım harcaması bu aşamada uzun bir süre için öngörülmemektedir. Yatırım harcaması olarak şirketin yalnızca bakım onarım maliyetleri olacağı öngörülmüş, onun da şirketin yıllık amortisman gideri kadar olacağı varsayılmıştır. Böylelikle yukarıda anlatılan projeksiyonlar ışığında ulaşılan faaliyetlerden serbest nakit akımları hesabı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca faaliyet karı üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi oranı, şirketin yüklü geçmiş yıl zararları da göz önüne alınarak %0 olacağı kabul edilmiştir.

Özbal Çelik Boru Serbest Nakit Akımı Hesabı (TL)	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
TL					
Geirler	131,862,023	159,416,717	182,007,804	201,634,264	217,358,744
Faaliyet Karı	1,528,948	1,120,034	989,285	1,463,589	2,349,537
Amortisman	2,403,670	2,304,680	2,244,690	1,955,730	1,636,770
FVAÖK	3,932,618	3,424,714	3,233,975	3,419,319	3,986,307
FVAÖK Marjı	3.0%	2.1%	1.8%	1.7%	1.8%
Vergi	0	0	0	0	0
Çalışma Sermayesindeki Değişim	1,072,871	-800,009	-702,744	-740,452	-707,020
Yatırım Harcamaları	-2,403,670	-2,304,680	-2,244,690	-1,955,730	-1,636,770
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı (FSNA)	2,601,920	320,024	286,541	723,138	1,642,516

Kaynak: Özbal Çelik Boru & Invest AZ Tahminleri

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) hesaplanmasında, Özbal'ın özkaynak değerinin negatif olması dolayısıyla, borç maliyeti olarak kullanılan %13 oranı aynı zamanda AOSM yerine iskonto oranı olarak kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca vergi oranı %0 alınmış olduğu için de vergi öncesi borç maliyeti ile vergi sonrası borç maliyeti aynı değer çıkmaktadır.

5 yıllık tahmin periyodunun bugüne indirgenmesinden 4,1 mn TL, 5 yıl sonrasında bulunan devam eden değer hesaplamasının bugünkü değeri olarak da 11,7 mn TL değer bulunmuştur. Nihai değer hesaplamasında, TL üzerinden değerlendirme yapıldığı için ve yeni bir yatırım harcaması ve büyüme öngörülmediği için nihai büyüme oranı olarak uzun dönem enflasyon tahminimiz olan %5 kullanılmıştır. Bu büyüme oranının 2021 sonrası için makul bir büyüme olacağı düşünülmüştür. Bu iki değer toplamından 15,8 mn TL firma değerine ulaşılmıştır.

Bu firma değerinden şirketin 2016 yılsonu finansallarında yer alan finansal borçları ve nakit durumu üzerinden hesaplanan yaklaşık 46 mn TL net borç kalemi düşüldükten sonra, bilançosunda yer alan 8,3 mn TL değerindeki yatırım amaçlı gayrimenkuller de bu değer üzerine eklenmiştir. Bunun sonucunda Özbal Çelik Boru'nun hedef piyasa değeri negatif çıkmaktadır.

TL	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Faaliyetlerden Serbest Nakit Akımı	2,601,820	320,024	286,541	723,138	1,642,516
AOSM	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
İskonto Çarpanı	0.88	0.78	0.69	0.61	0.54
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	2,302,495	250,626	198,587	443,514	891,492

Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	4,086,714
Nihai Büyüme Oranı	5%
Nihai Değer	21,558,027
Nihai Değerin Bugünkü Değeri	11,700,833
Firma Değeri	15,787,547
Net Borç	45,999,219
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8,287,106
Hedef Piyasa Değeri (TL)	-21,924,566

Kaynak: Özbal Çelik Boru&Invest AZ Tahminleri



INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Piyasa Çarpanları ve Borsa Analizi

Erciyas Boru

Çarpan analizinde kullanılacak şirketleri belirlerken, hem coğrafi anlamda yakın ve benzer konumda bulunan ülkelerin şirketlerini, hem de üretim ve işleyiş olarak Erciyas Çelik Boru'ya yakın olan şirketleri seçmeye çalıştık. Karşılaştırmamıza Türkiye'den Borusan Boru ve Erciyas Boru'yu dahil ettik.

Şirketin kabaca nakit yaratma kabiliyetinin firma değeri ile karşılaştırmasını içeren Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FVAÖK) çarpanı ile şirketlerin defter değerlerini piyasa değerleriyle karşılaştırmak için kullandığımız Fiyat/Defter Değeri (F/DD) çarpanını kullanarak Erciyas Çelik Boru için hedef değer belirlemeye çalıştık. Bloomberg veri terminalinden şirkete en yakın olarak bulduğumuz 13 şirketin ortalama çarpan değerlerini kullanarak hesaplarımızı gerçekleştirdik.

Şirket İsmi	Bloomberg Kodu	Ülke	Piy. Değ. mn \$	Son Dört Dönem	
				FDFVAÖK	F/DD
Al Jazeera Steel Products Co.	ATMI OM	Ukrain	79	7.0	0.74
Araya Industrials Co. LTD.	7305 JP	Japonya	109	4.1	0.51
Borusan Boru Sanayi A.Ş.	BRSAN TI	Türkiye	361	7.5	0.82
Erciyas Boru	ERBOS TI	Türkiye	109	7.8	1.89
Froch Enterprise Co. LTD.	2030 TT	Tayvan	142	9.4	1.21
Hanil Iron & Steel Co.	002220 KS	Güney Kore	50	11.1	0.31
Pacific Pipe PCL	PAP TB	Tayland	107	6.0	1.34
Seah Steel Corporation	003030 KS	Güney Kore	520	6.8	0.46
Steel Pipe Industry Of Indonesia	ISSP IJ	Endonezya	116	7.9	0.57
Surya Roshni LTD.	SYR IN	Hindistan	193	9.0	1.65
TMK PJSC	TRMK RM	Rusya	1,359	7.3	1.61
TMK-Attron Slatina	ART RO	Romanya	70	9.7	0.55
Welspun Corp LTD.	WLCO IN	Hindistan	527	8.8	1.20
Ortalama			288	7.9	0.99

Kaynak: Bloomberg

INVEST AZ
Menkul Değerler A.Ş.

FVAÖK hesabımızda, 2016 yılının geçmiş yıllara göre almış olduğu yüksek değer göz önünde bulundurularak, bağımsız denetimden geçmiş son 3 yılın finansalları üzerinden hesaplanan FVAÖK değerlerinin ortalamaları kullanılmıştır. Defter değeri olarak ise birleşmeye esas değerlendirme tarihi olan 2016 yılsonu finansallarında yer alan özkaynak değeri kullanılmıştır. FD/FVAÖK çarpanından bulunmuş olan değere, şirketin yatırım amaçlı gayrimenkullerinin eklenmesi ile sonuca ulaşırlırken, F/DD çarpanında yatırım amaçlı gayrimenkullerin etkisi defter değerinin içerisinde olduğu için böyle bir ekleme yapılmamıştır.

Erciyas Boru - (TL)	2014	2015	2016	Ortalama
FVAÖK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	9,963,646	21,481,172	110,067,599	47,170,806

Erciyas Boru (TL)	2016
Toplam Özkaynaklar	256,486,977
Net Borç	116,895,939

Erciyas Çelik Boru (TL)	2016
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	33,011,500

Çarpan	Hedef Değer (TL)	Ortalama	Ağırlık
FD/FVAÖK (Son 3 Dönem)		287,527,133	50%
F/DD (2016)		253,754,693	50%
Hedef Değer (TL)		270,640,913	

Kaynak: Bloomberg

Çarpan analizinden her iki çarpana da eşit ağırlık vererek hesaplanmış olduğumuz Erciyas Çelik Boru hedef piyasa değeri 270,6 mn TL seviyesinde olmuştur.


INVEST
 Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Özbal Çelik Boru Borsa Değeri Analizi

Özbal Çelik Boru Yönetim Kurulu'nun 9 Aralık 2016 tarihinde almış olduğu ve aynı gün borsa seansının sona ermesinin ardından Kamuoyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) duyurduğu Erçiyas Çelik Boru ile birleşme kararı öncesindeki 1 aylık ve 6 aylık dönemde oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların ortalaması üzerinden hesaplanan değer, hedef piyasa değeri olarak kullanılmıştır. Kararın açıklanmasından sonraki dönem için birleşme beklentileri ile birlikte hisse fiyatında ciddi bir artış meydana gelmiştir. Özbal hisselerinin 8 Aralık 2016 tarihinde hisse başına 1,78 TL kapanış fiyatından 1 Ağustos 2017'deki 2,76 TL kapanış fiyatını karşıladığımızda %55 oranında bir artış yaşadığını görüyoruz. Bu artışta ana etken olarak birleşmeye yönelik iyimser beklentileri ve yaratılacak sinerji ile birlikte Erçiyas Çelik Boru altında hisselerin değerinin artacağı düşüncesi olduğunu tahmin ediyoruz. Dolayısıyla Özbal Çelik Boru'nun değerinin tespitinde birleşme haberinin çıktığı tarihten önceki 1 aylık ve 6 aylık fiyat ortalamalarının kullanılmasının makul olacağını düşünüyoruz.

Borsa değeri analizinden birleşme kararı öncesi son 1 aylık ve 6 aylık ağırlıklı ortalamaların ortalamaları ile hesaplanan hedef değerimiz 28,6 mın TL olmuştur.

Borsa Değeri Analizi (TL)		
	Ağırlıklı Ortalama a Hisse Fiyatları (TL)	Ağırlık
1 Aylık Ortalama (08.11.2016-08.12.2016)	1.3686	50%
6 Aylık Ortalama (08.06.2016-08.12.2016)	1.3942	50%
Hisse Sayısı	20.540.000	
	Ağırlıklı Ortalama Hisse Fiyatına Göre Piyasa Değerleri (TL)	
1 Aylık Ortalama (08.11.2016-08.12.2016)	28.521.130	50%
6 Aylık Ortalama (08.06.2016-08.12.2016)	28.637.067	50%
Hedef Değer (TL)	28.579.098	

Kaynak: Rasyoner

Özkaynak Analizi

Birleşmeye konu her iki şirket için de değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında belirtilen defter değeri, birleşmeye esas özkaynak tutarı olarak alınmıştır. Şirketlerin birbirleri arasında herhangi bir ortaklık bağı bulunmaması dolayısıyla, özkaynak değerlerinde düzeltme yapılmamıştır. Göz önünde bulundurulması gereken bir konu da belirtilen zaman dilimi itibarıyla kayıtlı olan özkaynak değerini göstermesi açısından bu yöntem, gelecek potansiyelleri, satış dağıtım açıkları ve diğer yaratılacak değerleri dikkate almamaktadır.

Erciyas Çelik Boru ve Özbal Çelik Boru'nun birleşmeye esas denetimden geçmiş özkaynak değerleri aşağıdaki tabloda gösterildiği gibidir:

Erciyas Boru (TL)	2016
Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	59,500,000
Kapsamlı Gelir veya Giderler	69,554,993
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	12,381,420
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	75,586,075
Dönem Karı (Zararı)	39,464,489
Toplam Özkaynaklar	256,486,977

Kaynak: 31.12.2016 Bağımsız Denetim Raporu

Özbal Boru - Bilanço (TL)	2016
Özkaynaklar	
Ödenmiş Sermaye	20,540,000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1,449,093
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	-47,325,881
Dönem Karı (Zararı)	-6,019,391
Diğer Özsermaye Kalemleri	29,864,939
Toplam Özkaynaklar	-1,491,240

Kaynak: 31.12.2016 Bağımsız Denetim Raporu

Tablolardan da görüldüğü üzere Erciyas Çelik Boru 59,5 mn TL ödenmiş sermayeye sahiptir ve toplam özkaynaklarının değeri 2016 yılı sonu itibarıyla 256,5 mn TL seviyesindedir. Diğer yandan Özbal Çelik Boru'nun 20,54 mn TL ödenmiş sermayesi bulunurken, geçmiş yıl zararlarının da etkisiyle toplam özkaynakları negatifte dönmüş ve - 1,5 mn TL olmuştur.

Birleşme ve Hisse Değişim Oranının Hesaplaması

Invest AZ olarak, Özbal Çelik Boru'nun tüm aktif ve pasif malvarlığı unsurlarının bir bütün olarak Erciyas Çelik Boru tarafından devralınması suretiyle, Erciyas Çelik Boru bünyesinde birleşmesi ile ilgili olarak birleşme ve hisse değişim oranı hesaplamasında, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2) uyarınca 3 farklı değerlendirme methodu incelenerek değer hesaplanmaya çalışılmıştır.

Buna karşılık, indirgenmiş Nakit Akımları analizimizde Erciyas Çelik Boru için bulunan 298 mn TL'ye karşılık olarak Özbal Çelik Boru için bu analizimizden pozitif bir sonuç çıkmaması sonucunda birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasında bu yöntemden çıkan sonuç dikkate alınmamıştır. Bunun yanında Özkaynak analizine baktığımızda da yine Erciyas Çelik Boru için 256,5 mn TL olan özkaynakların, Özbal Çelik Boru tarafında negatif olması dolayısıyla hesaplamamızda bu yöntem de dikkate alınmamıştır. Dolayısıyla hesaplamamızda birleşmeye esas değerler olarak Erciyas Çelik Boru için piyasa çarpanları ve Özbal Çelik Boru için de borsa analizimizden çıkan sonuçlar olan Erciyas Çelik Boru için 270.640.913 TL ve Özbal Çelik Boru için bulunan 28.579.098 TL kullanılmıştır.

Birleşmeye Esas Değerler		
(TL)	Erciyas Çelik Boru	Özbal Çelik Boru
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	298,306,089	-21,924,566
Piyasa Çarpanları ve Borsa Analizi	270,640,913	28,579,098
Özkaynak Analizi	256,486,977	-1,491,240

Piyasa Çarpanları ve Borsa Değeri Yöntemi Birleşmeye Esas Değer			
(TL)	Devralan Ortaklık:	Devrolan Ortaklık:	Toplam
Ödenmiş Sermaye	59,500,000	20,540,000	
Birleşmeye Esas Değer	270,640,913	28,579,098	299,220,011

Birleşme Oranı hesaplanırken, Devralan Ortaklığın birleşmeye esas değerinin, Devralan Ortaklık ve Devrolan Ortaklık birleşmeye esas değerlerinin toplam değerine bölümü ile bulunmaktadır. Buna göre 270,6 mn TL olan Erciyas Çelik Boru'nun değerinin, iki şirketin toplam değeri olan 299,2 mn TL'ye bölümü ile bulunan **%90,45 oranı birleşme oranı** olarak hesaplanmaktadır. Devralan ortaklığın ödenmiş sermayesinin birleşme oranına bölünmesi ile bulunan 65.783.072 TL de birleşme sonrası sermaye olarak hesaplanmaktadır. Buna göre Erciyas Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 59.500.000 TL, birleşme sonrasında 6.283.072 TL artırılarak 65.783.072 TL'ye çıkarılacaktır. Artırılacak bu 6.283.072 TL sermayenin de Özbal Çelik Boru'nun mevcut ödenmiş sermayesi olan 20.540.000 TL'ye bölünmesi ile bulunan 0,3059 da hisse değişim oranı olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birleşme ve hisse değişim oranının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun II.23.2 nolu Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 7. maddesine istinaden adil ve makul olduğu görüşünderiz.

$$\text{Birleşme Oranı (\%)} = \frac{270.640.913}{270.640.913 + 28.579.098} = \%90,45$$

$$\text{Devralan Ortaklığın Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermayesi} = \frac{59.500.000}{\%90,45} = 65.783.072$$

$$\text{Erciyas Boru Gerekli Sermaye Artırımı} = 65.783.072 - 59.500.000 = 6.283.072 \text{ TL}$$

$$\text{Değişim Oranı (\%)} = \frac{6.283.072}{20.540.000} = \%30,59$$

Piyasa Çarpımları Yöntemine Göre Birleşme ve Değişime Oranı	
Birleşme Oranı	90.45%
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)	65.783.072
Fiilen Artırılacak Sermaye (TL)	6.283.072
Değişim Oranı	0.3059

Erciyas Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Finansal Borçlar	51,158,793	231,835,237	187,154,285
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5,256,173	6,590,560	111,823
Ticari Borçlar	48,049,320	91,843,926	85,068,306
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	283,942	379,850	1,287,086
Diğer Borçlar	473,238	985,341	2,762,464
Ertelenmiş Gelirler	39,960,261	56,125,257	39,455,965
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	0	3,714,601	2,511,826
Kısa Vadeli Karşılıklar	854,474	1,854,588	7,756,975
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	487,173	341,523	1,728,540
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	146,523,374	393,670,883	327,837,270
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Finansal Borçlar	7,884,260	3,295,280	17,006,324
Uzun Vadeli Karşılıklar	922,607	3,074,451	4,795,620
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	950,787	0	6,268,889
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	9,757,654	6,369,731	28,070,833
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	59,500,000	59,500,000	59,500,000
Kapsamlı Gelir veya Giderler	1,644,996	21,970,277	69,554,993
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3,686,798	3,686,798	12,381,420
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	70,050,426	71,277,383	75,586,075
Dönem Karı (Zararı)	1,226,957	13,003,314	39,464,489
Toplam Özkaynaklar	136,109,177	169,437,772	256,486,977
TOPLAM KAYNAKLAR	292,390,205	569,478,386	612,395,080
Net Borç	10,322,066	226,345,288	116,895,939

Erciyas Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	53,972,905	15,371,102	87,376,493
Finansal Yatırımlar	4,255	4,687	0
Ticari Alacaklar	52,598,961	157,671,321	83,262,380
Diğer Alacaklar	12,295,916	63,507,212	90,221,415
Stoklar	67,703,244	163,866,889	126,472,573
Peşin Ödenmiş Giderler	4,623,663	29,179,597	14,208,188
Carri Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	1,324,478	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	11,847,322	21,757,678	42,940,168
Toplam Dönen Varlıklar	204,370,744	451,358,486	444,481,217
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar	6,250	11,355	5,979
Finansal Yatırımlar	9,493,465	10,778,596	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	10,467,342	27,600,000	33,011,500
Maddi Duran Varlıklar	64,721,395	77,097,992	130,073,995
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	103,229	148,336	510,272
Peşin Ödenmiş Giderler	3,227,780	2,312,320	4,312,117
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	171,301	0
Toplam Duran Varlıklar	88,019,461	118,119,900	167,913,863
TOPLAM VARLIKLAR	292,390,205	569,478,386	612,395,080

Erciyas Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Erciyas Boru - Gelir Tablosu (TL)	2014	2015	2016
Net Satışlar	249,209,876	379,681,086	581,967,702
Satışların Maliyeti	-209,172,504	-307,394,868	-465,974,536
Brüt Kar	40,037,372	72,286,218	115,993,166
Genel Yönetim Giderleri	-7,533,031	-9,571,127	-10,421,808
Pazarlama Giderleri	-32,893,332	-32,899,978	-46,514,635
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24,100,379	53,563,319	97,947,514
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-20,293,871	-69,753,859	-55,352,191
Esas Faaliyet Karı	3,417,517	13,624,573	101,652,046
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,090,261	11,601,468	7,038,346
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-24,369	-115,927
Finansal Giderlerden Önce Faaliyet Karı	4,507,778	25,201,672	108,574,465
Finansal Gelirler	4,145,946	13,707,065	16,961,385
Finansal Giderler	-6,709,939	-24,021,181	-77,046,552
Finansal Gelirler/Giderler Net	-2,563,993	-10,314,116	-60,085,167
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar	1,943,785	14,887,556	48,489,298
Vergi Giderleri	-716,828	-1,884,242	-9,024,809
Dönem Net Karı	1,226,957	13,003,314	39,464,489
Hisse Başına Kar	0.02	0.22	0.66
Amortisman Giderleri	6,546,129	7,856,599	8,415,553
FVAÖK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	9,963,646	21,481,172	110,067,599

Özbal Çelik Boru Finansal Tablolar (TL)

Özbal Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,811,278	3,257,883	106,083
Finansal Yatırımlar	0	0	0
Ticari Alacaklar	28,227,607	43,683,169	42,272,720
Diğer Alacaklar	1,446,561	481,384	123,528
Stoklar	25,703,768	19,663,837	6,372,481
Diğer Dönen Varlıklar	13,068,223	8,439,385	2,294,442
Toplam Dönen Varlıklar	70,257,437	75,525,668	51,169,254
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar	241,056	1,292	877,159
Finansal Yatırımlar	0	1,470	62,500
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	7,223,924	6,207,695	8,287,106
Maddi Duran Varlıklar	42,538,953	40,110,302	34,466,252
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	117,329	100,447	76,267
Ertelenmiş Vergi Varlığı	89,475	964,979	1,355,085
Diğer Duran Varlıklar	17,551	121,519	123,992
Toplam Duran Varlıklar	50,228,288	47,507,704	45,248,361
TOPLAM VARLIKLAR	120,485,725	123,033,362	96,417,615

Özbal Boru - Bilanço (TL)	2014	2015	2016
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Finansal Borçlar	32,556,461	29,910,881	36,563,050
Ticari Borçlar	45,724,642	60,421,540	40,107,309
Diğer Borçlar	1,381,662	6,165,948	8,777,540
Borç Karşılıkları	813,705	618,866	478,800
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,391,061	2,089,767	1,935,790
Kısa Vadeli Yükümlülükler Toplamı	86,867,531	99,207,002	87,862,489
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Finansal Borçlar	22,855,877	18,734,210	9,542,252
Uzun Vadeli Karşılıklar	0	456,522	486,799
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	355,846	0	0
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,211,523	19,190,732	10,029,051
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	20,540,000	20,540,000	20,540,000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	175,500	175,500	1,449,093
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	-24,825,549	-35,577,187	-47,325,881
Dönem Karı (Zararı)	-11,803,645	-12,327,258	-6,019,391
Diğer Özkaynak Kalemleri	26,320,365	31,824,573	29,864,939
Toplam Özkaynaklar	10,406,671	4,635,628	-1,491,240
TOPLAM KAYNAKLAR	120,485,725	123,033,362	96,400,300
Net Borç	53,601,060	45,387,208	45,999,219

Özbal Çelik Boru Finansal Tabloları (TL)

Özbal Boru - Gelir Tablosu (TL)	2014	2015	2016	1Ç16	1Ç17
Net Satışlar	161,213,655	192,534,316	115,072,528	33,795,257	26,521,169
Brüt Kar	20,102,266	27,748,664	18,008,070	5,242,711	1,519,755
Genel Yönetim Giderleri	-5,617,567	-5,759,713	-4,222,114	-1,044,194	-854,845
Pazarlama Giderleri	-14,412,204	-15,284,275	-8,323,944	-1,985,311	-1,776,202
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14,920,892	10,688,858	15,171,439	4,196,118	2,423,250
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-19,386,148	-18,082,104	-22,938,258	-5,346,995	-1,740,691
Faaliyet Karı	-4,392,761	-688,670	-2,304,807	1,062,329	-428,733
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1,521,379	664,404	6,307,509	37,702	394,142
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	0	0	-5,178
Finansal Giderlerden Önce Faaliyet Karı	-2,871,382	-24,166	4,002,702	1,100,031	-39,769
Finansal Gelirler	0	0	0	537,594	0
Finansal Giderler	-10,094,820	-13,144,110	-10,385,330	-1,282,578	-2,273,412
Finansal Gelirler/Giderler Net	-10,094,820	-13,144,110	-10,385,330	-744,984	-2,273,412
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar	-12,966,202	-13,168,276	-6,382,628	355,047	-2,313,181
Vergi Giderleri	1,162,557	841,018	363,237	116,616	36,127
Dönem Net Karı	-11,803,645	-12,327,258	-6,019,391	471,663	-2,277,054
Hisse Başına Kar	-0.57	-0.60	-0.29	0.02	-0.11
Amortisman Giderleri	1,869,346	2,574,641	2,523,434	649,549	608,360
FVAÖK (Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar)	-2,503,415	1,886,071	218,627	1,711,878	179,627

Beyan, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

- Invest AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14/07/2003-18/07/2003 tarih ve 2003/34 sayılı Kurul Haftalık Bülteni'nde ilan edilmiş olan, Kurul'un 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararında belirtilen değerlendirme hizmeti verebilme niteliklerine sahip olduğumuzu beyan ederiz.
- Yapılan değerlendirme çalışmasında, genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Şirket'in faaliyetleri yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uyduğu kabul edilmiş, bu konuda ayrıca bir inceleme yapılmamıştır.
- Şirket'in aktifleri konusunda, son açıklanan finansal raporlarında belirtilen durumlar dışında herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiş, bunun için ayrıca bir çalışma yürütülmemiştir.
- Değerleme esnasında, Şirket'in yayınlanmış olan denetimden geçmiş finansal verilerinin yanında Şirket yöneticilerinden alınan veriler ve tahminler kullanılmıştır. Verilerin ve tahminler ile beraber şirketin ürettiği ürünler, sahip olduğu sertifikalar, üretim teknikleri, kapasite bilgileri gibi tarafımıza sağlanan verilerin doğruluğu konusunda ayrıca bir çalışma yürütülmemiştir. Şirket Yönetimi tarafından sunulan bilgiler için sorumluluk kabul edilmemektedir, söz konusu bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmaktadır.
- Bu rapor sadece Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş.'nin Özbal Çelik Boru Sanayi Ticaret ve Taahhüt A.Ş. ile birleşmesi konusunda birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanması konusunda görüş belirtmek için hazırlanmış olup başka hiçbir amaçla kullanılamaz.
- Buradaki piyasa değeri çalışmaları, söz konusu varlıkların bu raporda özellikle belirtilmiş olan değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacı taşımamaktadır. Piyasa şartlarındaki değişiklikler, değer önerilerinin belirtilen değerlendirme tarihindeki değerleri önemli ölçüde farklı olmasına neden olabilir. Çalışmamız, yurtiçi ve yurtdışı finansal piyasalarda veya ekonomik koşullarda beklenmeyen keskin yükseliş veya düşüşlerin muhtemel etkilerini içermemektedir.



INVEST AZ
Yatırım Menkul Değerler A.Ş.