


EKİNCİLER DEMİR VE ÇELİK SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

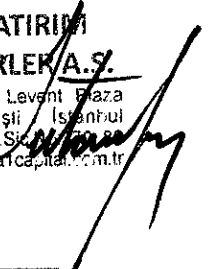
FİYAT TESPİT RAPORU



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

19.02.2026

 **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 : 398 004 35 21 Tic Sic No: 27270
Me.33.350004302100015 www.a1capital.com.tr






KISALTMALAR

Kısaltma:	Tanım:
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
AB	Avrupa Birliği
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
GES	Güneş Enerjisi Santrali
İhraççı, Ekdemir, Şirket, Ortaklık	Ekinciler Demir ve Çelik Sanayi A.Ş.
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu
MDV	Maddi Duran Varlıklar
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Rf	Risksiz Faiz Oranı
Rm	BİST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
Re	Sermaye Maliyeti
Rp	Şirket Risk Primi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SM	Satların Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası

TSE	Türk Standartları Enstitüsü
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
vb.	ve benzeri
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenlepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli
Zincirlikuyu V.D : 398 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Me.Sis : 0000004302100015 www.a1capital.com.tr

1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, EKİNCİLER DEMİR VE ÇELİK SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “Ekdemir”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 15.12.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerler belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Rapor tarihi ile değerlendirme tarihi aynı olup 19.02.2026’dır.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi¹


Ekinciler Demir ve Çelik Sanayi A.Ş. İstanbul Ticaret Sicili nezdinde 196785-0 ticaret sicil numarasıyla 19.08.1983 tarihinde tescil edilerek kurulmuş olup, esas sözleşmesinin 5. maddesine göre Şirket’in süresi sınırsızdır. Şirket’in ticaret siciline tescil edilen merkez adresi Ayazağa Yolu No.7 Giz 2000 Plaza Kat.3 Maslak Sarıyer İstanbul olup, Şirket üretim faaliyetlerini Organize Sanayi Bölgesi, 31218 İskenderun Hatay adresinde bulunan ve Çelikhane, Haddehane ve Oksijen Tesisleri olarak isimlendirilen üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir.

Temel olarak demir-çelik üretiminde faaliyet göstermekte olan Ekinciler Demir ve Çelik Sanayi A.Ş., kütük demir ve inşaat demiri olmak üzere iki ana ürün grubunda üretim ve ticaret yapmaktadır. Ekdemir, 100x100 mm’den 150x150 mm’ye kadar ve 6 metre ile 12 metre arasında kütük demir ve dünyada yaygın olarak kullanılan, kaynak edilebilme özelliğine sahip, sünek ve yüksek mukavemetli inşaat çelikleri üretimi yapmaktadır.

Ekdemir’in İskenderun Körfezi’nde bulunan 1.356.914 ton/yıl kapasiteli çelikhane tesisi, hammadde olarak demir-çelik hurdalarının kullanıldığı çelikhane, ark ocağı, pota ocağı ve sürekli döküm makinesi olmak üzere üç bölümden oluşmaktadır. 31.12.2025 itibarıyla kütük demir üretiminin gerçekleştirildiği çelikhane tesislerinde çalışan sayısı 161 kişidir.

Şirket’in İskenderun Körfezi’nde bulunan 1.307.470 ton/yıl kapasiteli haddehane tesislerinde inşaat çeliği de dahil olmak üzere sıcak haddelenmiş çelik veya çelikten bar ve çubukların üretimi gerçekleştirilmektedir. Çelikhane ürettiği kütük demirlerin hammadde olarak kullanıldığı haddehane tesisinde 8-50 mm arası ebatlarda, yüksek mukavemetli, sünek ve kaynaklanabilir depreme dayanıklı inşaat çeliği üretilmektedir. 31.12.2025 itibarıyla Şirket’in haddehane tesislerinde çalışan sayısı 132 kişidir.

Oksijen Tesisleri gaz ayrıştırma tesisi olup bu tesisler “TS-2008 Oksijen Üretimi Yeterlilik” ve “Medikal Gaz Üretim Belgesi”ne sahiptir. Oksijen Tesislerinde yüksek saflık derecesine sahip oksijen ve argon gazları üretilmektedir. Bu ürünler endüstriyel alanlarda kullanılmakta olup üretilen medikal oksijenin satışı ise Şirket’in sağlık sektöründe faaliyet gösteren müşterilerine yapılmaktadır. 31.12.2025 itibarıyla Şirket’in oksijen tesislerinde çalışan sayısı 48 kişidir.

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenyere Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E. Ok. No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu M.D: 388 004 35 21 Tic Sicil No: 278899
Me. Sic. 3300064302100015 www.a1capital.com.tr

¹ Kaynak: İzahname

Şirket İstanbul Sanayi Odası'nın hazırlamış olduğu İSO-500 listesinde 2024 yılında 111'nci sırada yer almış olup, Şirket'in son 6 yılda İSO-500'deki sıralamalarına ilişkin bilgiye aşağıda yer verilmiştir:

- 2019 yılının verilerine göre 114'üncü,
- 2020 yılının verilerine göre 118'inci,
- 2021 yılının verilerine göre 72'nci,
- 2022 yılının verilerine göre 103'üncü,
- 2023 yılının verilerine göre 127'nci
- 2024 yılının verilerine göre 111'nci

olmuştur. Şirket'in 2025 yılında inşaat demiri ve kütük demir üretimi toplamı yaklaşık 1.640.980 ton olup, Şirket'in inşaat demiri ve kütük demir üretimi toplamının, Türkiye'de 38,1 milyon ton 2025 yılı ham çelik üretimi içindeki payı %4,3'dür.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 9 numaralı Sonuç bölümünde belirtildiği üzere, değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmış olup, **463.217.707 ABD Doları** tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama Özsermaye Değeri işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden (19.02.2026) bir işgünü önce (18.02.2026) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru (43,6747) ile çarpılarak halka arz öncesi hedef özsermaye (piyasa) değeri **20.230.894.385 TL** olarak tahmin edilmiştir. Bu değer Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (280.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" 72,25 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %37,72 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına halka arz fiyatı **45,00 TL** olarak tahmin edilmiştir.



A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyol Mah. Kuyukdere Cad. Levent Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 34 Tic.Sic.No:270186
Mer.Sis.0583004302100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 1-a / Değerleme Sonucu	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	499.071.420		
- Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)	-8.500.150		
<i>Nakit Durumu (ABD Doları)</i>	48.607.761		
<i>Finansal Borç (ABD Doları)</i>	-57.107.911		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	490.571.270	50,00%	245.285.635
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1-Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	13,16		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	459.979.561	6,25%	28.748.723
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	35.604.657		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	468.479.711		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
FD/S Çarpan (x)	1,62		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	849.419.368	6,25%	53.088.710
<i>Satışlar (ABD Doları)</i>	528.284.829		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	857.919.518		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
F/K Çarpan (x)	24,04		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	272.074.971	6,25%	17.004.686
<i>Net Kar (ABD Doları)</i>	11.316.484		
PD/DD Çarpan (x)	1,38		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	461.018.914	6,25%	28.813.682
<i>Net Defter Değeri (ABD Doları)</i>	334.400.722		
2.2-Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,84		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	341.849.675	6,25%	21.365.605
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	35.604.657		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	350.349.825		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
FD/S Çarpan (x)	1,00		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	519.784.679	6,25%	32.486.542
<i>Satışlar (ABD Doları)</i>	528.284.829		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	528.284.829		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
F/K Çarpan (x)	16,63		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	188.193.130	6,25%	11.762.071
<i>Net Kar (ABD Doları)</i>	11.316.484		
PD/DD Çarpan (x)	1,18		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	394.592.852	6,25%	24.662.053
<i>Net Defter Değeri (ABD Doları)</i>	334.400.722		

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 1-b Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	490.571.270	50,00%	245.285.635
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	435.864.144	50,00%	217.932.072
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (ABD Doları)		100,00%	463.217.707
<i>TCMB USD/TL Döviz Alış Kuru (15:30 @ 18.02.2026)</i>			43,6747
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			20.230.894.385
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			280.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			72,25
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			12.600.000.000
<i>İskonto Oranı (%)</i>			37,72%
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			45,00

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

19.02.2026 tarihli bu rapor, Ayazağa Yolu No.7 Giz 2000 Plaza Kat.3 Maslak Sarıyer adresinde mukim Ekinciler Demir Ve Çelik Sanayi Anonim Şirketi ("Ekdemir", "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, 15.12.2023 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi" kapsamında Ekdemir 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.

Ekinciler Demir Ve Çelik Sanayi A.Ş.'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 15.12.2023 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.
- Raporla kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Ekinciler Demir Ve Çelik Sanayi Anonim Şirketi 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 15.12.2023 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:

- Raporunda 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 değerlemeleri 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

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilan ettiği Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde ² yer almaktadır. Ayrıca, 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.



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Eskişehir Mah. Büyükdere/ Cad. Levent Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 398 004 35 21 Tic.Sic.No:270 89
Mer.Şişli 3303004302100015 www.a1capital.com.tr

² <https://www.spk.gov.tr/kurumlar/gayrimenkul-disindaki-varliklari-ve-makine-ve-ekipmanlari-degerlemeye-yetkili-kuruluslar/gayrimenkul-disindaki-varliklari-degerlemeye-yetkili-kuruluslar>

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi


Ekinciler Demir Ve Çelik Sanayi Anonim Şirketi A.Ş. İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğüne 19.08.1983 tarihinde tescil edilmiş ve Ayazağa Yolu No.7 Giz 2000 Plaza Kat.3 Maslak Sarıyer 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	: İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 196785-0
Merkez adresi	: Ayazağa Yolu No.7 Giz 2000 Plaza Kat.3 Maslak Sarıyer İstanbul
Internet adresi	: https://www.ekinciler.com/
Telefon	: +90 212 290 76 76
Faks	: +90 212 290 76 75

Kaynak: İzahname

6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut 280.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibarıyla ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 280.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 320.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 40.000.000 TL nominal değerli 40.000.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından Ekinciler Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 3.339.977 TL nominal değerli (B) grubu pay, Namık Kemal EKİNCİ'nin sahip olduğu 1.236.793 TL nominal değerli (B) grubu pay, Faruk EKİNCİ'nin sahip olduğu 1.236.793 TL nominal değerli (B) grubu pay, Haluk EKİNCİ'nin sahip olduğu 1.236.793 TL nominal değerli (B) grubu pay, Tarık EKİNCİ'nin sahip olduğu 1.236.793 TL nominal değerli (B) grubu pay, Neziha EKİNCİ'nin sahip olduğu 1.236.793 TL nominal değerli (B) grubu pay, Sıdıka BAYTAN'ın sahip olduğu 1.236.793 TL nominal değerli (B) grubu pay, İlker EKER'in sahip olduğu 412.264 TL nominal değerli (B) grubu pay, İlkay EKER'in sahip olduğu 412.264 TL nominal değerli (B) grubu pay, Soner EKER'in sahip olduğu 412.264 TL nominal değerli (B) grubu pay ve Recep EKİNCİ'nin sahip olduğu 2.473 TL nominal değerli (B) grubu pay olmak üzere toplam 52.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (320.000.000 TL) oranı %16,25 olacaktır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E. Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli Kat:1
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 T. No: 0212 270 18 89
Mer. Sic. No: 270004302100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 3
Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ticaret Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Ekinciler Holding A.Ş.	161.035.495	57,51%	77,16%	157.695.518	49,28%	71,06%
Faruk EKİNCİ	16.991.521	6,07%	3,26%	15.754.728	4,92%	2,81%
Namık Kemal EKİNCİ	16.991.521	6,07%	3,26%	15.754.728	4,92%	2,81%
Haluk EKİNCİ	16.991.521	6,07%	3,26%	15.754.728	4,92%	2,81%
Tarık EKİNCİ	16.991.521	6,07%	3,26%	15.754.728	4,92%	2,81%
Sıdıka BAYTAN	16.991.521	6,07%	3,26%	15.754.728	4,92%	2,81%
Neziha EKİNCİ	4.296.840	1,53%	0,83%	3.060.047	0,96%	0,55%
İhsan Tanju HÖSÜKOĞLU	528.968	0,19%	0,10%	528.968	0,17%	0,09%
Sabri Orhan HÖSÜKOĞLU	793.452	0,28%	0,15%	793.452	0,25%	0,14%
Zeynep Elçin ZAR	793.452	0,28%	0,15%	793.452	0,25%	0,14%
Gül EKİNCİ	2.115.873	0,76%	0,41%	2.115.873	0,66%	0,38%
Müke EKİNCİ	2.115.873	0,76%	0,41%	2.115.873	0,66%	0,38%
İsmet SERTEPE	2.115.873	0,76%	0,41%	2.115.873	0,66%	0,38%
Adeviye YAZICIOĞLU	2.115.873	0,76%	0,41%	2.115.873	0,66%	0,38%
Ayşin YALÇIN	2.115.873	0,76%	0,41%	2.115.873	0,66%	0,38%
İlker EKER	5.663.841	2,02%	1,09%	5.251.577	1,64%	0,94%
İlkay EKER	5.663.841	2,02%	1,09%	5.251.577	1,64%	0,94%
Soner EKER	5.663.840	2,02%	1,09%	5.251.576	1,64%	0,94%
Recep EKİNCİ	23.301	0,01%	0,00%	20.828	0,01%	0,00%
<i>Halka Açık Paylar</i>	-	-	-	52.000.000	16,25%	9,27%
Toplam	280.000.000	100,00%	100,00%	320.000.000	100,00%	100,00%

Kaynak: İzahname

6.2 FAALİYET KONUSU³

Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Amaç ve Konu" başlıklı 3. maddesi uyarınca, Şirket'in faaliyet konusu her çeşit demir, çelik tesisleri kurmak ve işletmek; her türlü hammadde, yardımcı madde ve işletme malzemelerini ithal etmek; üretilen mamullerin ithalat, ihracatı, transit ticareti ve komisyonculuğunu yapmak olarak belirlenmiştir.

İzahnamenin 7.1.1 numaralı bölümünde açıklandığı üzere, Şirket, temel olarak demir-çelik üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket kütük demir ve inşaat demiri olmak üzere 2 ana ürün grubunda üretim ve ticaret yapmaktadır. Ekdemir, 100x100 mm'den 150x150 mm'ye kadar ve 6 metre ile 12 metre arasında kütük demir ve dünyada yaygın olarak kullanılan, kaynak edilebilme özelliğine sahip, sünek ve yüksek mukavemetli inşaat çelikleri üretimi yapmaktadır.

Merkezi Ayazağa Yolu No.7 Giz 2000 Plaza Kat.3 Maslak Sarıyer İstanbul adresinde bulunan Şirket, üretim faaliyetlerini Organize Sanayi Bölgesi, 31218 İskenderun Hatay adresinde

³ Kaynak : İzahname

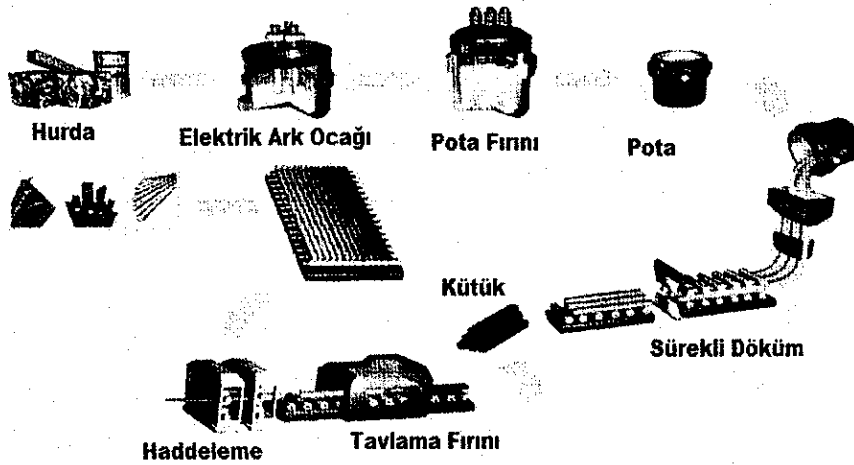
kurulu olan ve Çelikhane, Haddehane ve Oksijen Tesisleri olarak isimlendirilen üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Bu tesislere ilişkin özet bilgilere aşağıda yer verilmektedir:

Çelikhane: Hammadde olarak demir-çelik hurdalarının kullanıldığı çelikhane, ark ocağı, pota ocağı ve sürekli döküm makinesi olmak üzere üç bölümden oluşmaktadır. Şirket'in İskenderun Körfezi'nde bulunan 1.356.914 ton/yıl kapasiteli çelikhane tesislerinde kütük demir üretimi gerçekleştirilmektedir. 31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket'in çelikhane tesislerinde çalışan sayısı 161 kişidir.

Haddahane: Hammadde olarak çelikhanenin ürettiği kütük demirlerin kullanıldığı haddehanede 8-50 mm arası ebatlarda, yüksek mukavemetli, sünek ve kaynaklanabilir depreme dayanıklı inşaat çeliği üretilmektedir. Şirket'in İskenderun Körfezi'nde bulunan 1.307.470 ton/yıl kapasiteli haddehane tesislerinde inşaat çeliği de dahil olmak üzere sıcak haddelenmiş çelik veya çelikten bar ve çubukların üretimi gerçekleştirilmektedir. 31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket'in haddehane tesislerinde çalışan sayısı 132 kişidir.

Oksijen Tesisleri: Oksijen Tesisleri gaz ayrıştırma tesisi olup bu tesisler "TS-2008 Oksijen Üretimi Yeterlilik" ve "Medikal Gaz Üretim Belgesi"ne sahiptir. Oksijen Tesislerinde yüksek saflık derecesine sahip oksijen ve argon gazları üretilmektedir. Bu ürünler endüstriyel alanlarda kullanılmakta olup üretilen medikal oksijenin satışı ise Şirket'in sağlık sektöründe faaliyet gösteren müşterilerine yapılmaktadır. Şirket'in oksijen tesislerindeki üretim kapasitesi Sıvı Gaz ve Oksijen üretiminde 70.774.128 m³, Sıvı Azot üretiminde 263.806.762 m³ ve Sıvı Argon üretiminde 3.141.763 m³ olarak belirlenmiştir. 31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket'in oksijen tesislerinde 48 kişi çalışmaktadır. Şirket'in üretim ve satışlarında başlıca ürünler inşaat demiri ve kütük demir olup, üretim süreci aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Grafik 1 – Üretim Süreci



Kaynak: İzahname

Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ana ürünlerden biri olan kütük demirinin hammaddesi hurda demiridir. Hurdalar ark ocaklarında 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/sürekli döküm makinelerine aktarılmakta, ardından istenilen ebatlarda çelik kütük haline getirilmektedir. Bu aşamadan sonra kalite kontrole gönderilmekte ve onay alındıktan sonra kütük demiri, çelik ürünlerin üretilmesi için haddehanelere sevk edilmektedir. 130x130 mm'den 150x150 mm kütük demirlere kadar geniş bir ürün seçeneği sunan Ekdemir, 6-12 metre arası her türlü boyda kütük üretimi yapmaktadır.

İnşaat demiri, betonarme yapılarda kayma ve çekme gerilmelerini karşılamak amacı ile beton içine konulan, özel şekillendirilmiş çelik çubuklardır. Tavlama fırınından çıkan kütük demiri, hadde tezgahlarında haddelenerek finiş tezgahlarında inşaat demiri olarak son şeklini almaktadır. 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. Ekdemir, hammadde olarak çelikhanenin ürettiği kütük demirleri kullanarak 8-50 mm arası ebatlarda, yüksek mukavemetli, sünek ve kaynaklanabilir depreme dayanıklı inşaat çeliği üretmektedir.

Şirket'in üretiminde ve satışlarında başlıca ürünler olan inşaat demiri ve kütük demir satışlarının toplam satışlar içindeki payı 2022 yılında %98,19, 2023 yılında %98,21, 2024 yılında %98,67 ve 2025 yılında %98,68 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in faaliyet ve üretim süreçlerine ilişkin detaylı açıklamalar izahnamenin 7.2.1 numaralı bölümünde yapılmış olup, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda özet değerlendirmelere yer verilmiştir.

7. FİNANSAL BİLGİLER

7.1 Finansal Tabloların Sunumuna İlişkin Esaslar

Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2.1 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, 1 Ocak – 31 Aralık 2025, 2024 ve 2023 hesap dönemine ait ilişikteki finansal tablolar SPK'nın 13 Haziran 2013 tarih ve 28676 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri II, 14.1 nolu "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ("Tebliğ") hükümlerine uygun olarak, Tebliğ'in 5. Maddesine istinaden Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGGK") tarafından yayımlanan uluslararası standartlarla uyumlu olacak şekilde Türkiye Muhasebe Standartları'na ("TMS"), Türkiye Finansal Raporlama Standartları ("TFRS") ile bunlara ilişkin ek ve yorumlar esas alınarak hazırlanmıştır. Finansal tablolar, KGGK tarafından 4 Temmuz 2024 tarihinde yayımlanan "TMS Taksonomisi Hakkında Duyuru" ile SPK tarafından yayımlanan Finansal Tablo Örnekleri ve Kullanım Rehberi'nde belirlenmiş olan formatlara uygun olarak sunulmuştur.

Şirket'in mali durumu ve faaliyet sonuçları Şirket'in geçerli para birimi olan Türk Lirası ("TL") cinsinden ifade edilmiş olup, fonksiyonel para birimi ABD Doları ağırlıklı olduğundan şirket finansal tabloların değerlemesinde ABD Doları'nı kullanmaktadır. ABD Doları Şirket operasyonlarında ağırlıklı olarak kullanılmakta ve başka bir deyişle Şirket operasyonları üzerinde önemli bir etkiye sahip bulunmaktadır. ABD Doları ayrıca, Şirket için önemlilik arz eden durum ve olayların ekonomik temelini yansıtmaktadır. Şirket, içinde bulunduğu ekonomik ortam ve faaliyetlerini değerlendirerek, fonksiyonel para birimini TMS 21 "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca ABD Doları olarak belirlemiştir.

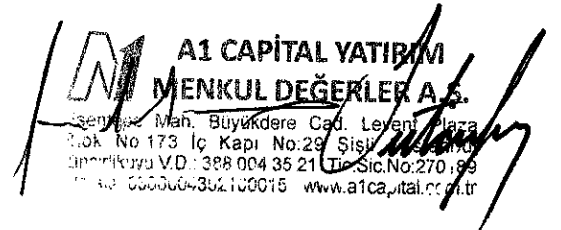
Finansal tablo kalemlerinin değerlemesinde ABD Doları kullanılmakla birlikte Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 13 Haziran 2013 tarih ve 28676 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri II, 14.1 No'lu "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ("Tebliğ") hükümlerine uygun olarak finansal tablolar Türk Lirası cinsinden sunulmuştur. Ancak, Şirket'in fonksiyonel para birimi yukarıda açıklandığı üzere ABD Doları olduğundan, finansal tablolarda enflasyon muhasebesi uygulanmamıştır.

Şirket, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'nun "KGK" yayınlamış olduğu 15 Mart 2021 tarihli "Yabancı Para Cinsinden Parasal Kalemlerin Türkiye Muhasebe Standartlarına Göre Sonraki Ölçümü Hakkında" duyurusuna istinaden finansal tablolarındaki varlık ve yükümlülükleri raporlama dönemi sonu itibarıyla geçerli alış ve satış kurlarını kullanarak değerlemeye tabi tutmuş ve aynı kurlar üzerinden sunum para birimine çevrimini gerçekleştirmiştir.

Finansal tablolar, özkaynak kalemleri haricindeki finansal durum tablosu kalemleri için dönem sonu kuru, sermaye ve yasal yedekler TL yasal mevzuata göre, sermaye ve yasal yedekler hariç diğer özkaynak kalemleri için tarihi kurlar ve kar veya zarar tablosu kalemleri için ise ortalama kurlar kullanılarak sunum TL para birimine çevrilmiştir.

Gelir Tablosu

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 7.1 numaralı bölümünde belirtilen esaslar çerçevesinde hazırlanan Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No 173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 270.899
Tic. Sic. No: 388.004.35.21 www.a1capital.com.tr

Tablo 4 (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu		
	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2023
Hasılat	20.834.708.401	16.844.490.880	11.050.924.280
Satışların Maliyeti (-)	19.263.065.877	15.406.206.882	10.296.007.080
Brüt Kar/Zarar	1.571.642.524	1.438.283.998	754.917.200
Genel Yönetim Giderleri (-)	279.565.763	163.167.420	94.784.363
Pazarlama Giderleri (-)	30.401.445	18.791.485	3.841.533
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	--	--	--
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	62.489.040	35.565.177	29.111.256
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	513.651.204	418.162.195	268.555.996
Esas Faaliyet Karı/Zararı	810.513.152	873.728.075	416.846.564
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	145.061.929	13.473.017	17.281.660
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	--	24.226	--
Finansman Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	955.575.081	887.176.866	434.128.224
Finansman Giderleri	281.907.735	234.101.996	52.837.109
Finansman Gelirleri	588.508.166	381.711.726	217.422.466
Vergi Öncesi Kar	648.974.650	739.567.136	269.542.867
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	--	--	--
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-202.670.625	-117.851.973	3.074.822
Net Dönem Karı/Zararı	446.304.025	621.715.163	272.617.689

Kaynak: İzahname, Bağımsız Denetçi 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		
	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2023
Brüt Kar Marjı	7,54%	8,54%	6,83%
Faaliyet Kar Marjı	3,89%	5,19%	3,77%
Net Kar Marjı	2,14%	3,69%	2,47%

Kaynak: İzahname, A1 Capital Hesaplamaları

Yukarıda bahsedilen karlılık oranlarına ilişkin detaylı açıklamalar izahnamenin 10.2.1 numaralı bölümünde yapılmış olup işbu Fiyat Tespit Raporu'nda ayrıca incelenmemiştir.

7.3 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 7.1 numaralı bölümünde belirtilen esaslar çerçevesinde hazırlanan 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	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2023
Dönen Varlıklar	5.041.952.046	4.386.266.939	2.326.804.457
Nakit ve Nakit Benzerleri	391.823.342	1.480.373.066	984.118.968
Finansal Yatırımlar	1.690.810.219	--	--
Ticari Alacaklar	547.974.138	182.562.852	2.746.113
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	547.974.138	182.562.852	2.746.113
Diğer Alacaklar	151.674.292	167.847.191	7.723.818
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	139.766.829	--	--
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	11.907.463	167.847.191	7.723.818
Stoklar	1.964.262.163	2.269.946.003	1.306.490.044
Peşin Ödenmiş Giderler	240.888.281	122.713.386	18.891.700
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	240.888.281	122.713.386	18.891.700
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	42.006.481	17.868.343	2.286.730
Diğer Dönen Varlıklar	12.513.130	144.956.098	4.547.084
Duran Varlıklar	16.102.079.845	12.529.287.583	10.431.692.421
Finansal Yatırımlar	228.068	187.797	156.700
- GUD Farkı Kar/Zarara Yansıtılan Finansal Varlıklar	228.068	187.797	156.700
Diğer Alacaklar	3.471	3.493	3.474
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	3.471	3.493	3.474
Maddi Duran Varlıklar	15.629.510.068	12.234.374.509	10.422.180.055
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	17.091.921	12.020.563	9.028.696
Peşin Ödenmiş Giderler	455.246.317	282.701.221	323.496
- İlişkili Olmayan Taraflardan Peşin Ödenmiş Giderler	455.246.317	282.701.221	323.496
TOPLAM VARLIKLAR	21.144.031.891	16.915.554.522	12.758.496.878

Kaynak : İzahname


**A1 CAPITAL YATIRIM,
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli Kat:1
 Ziraatçılık V.D : 388 004 35 21 Tic Sic.No:27018
 Me.sis: 0500004302100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 7	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu		
KAYNAKLAR	31.12.2025	31.12.2024	31.12.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.218.623.030	4.618.853.867	2.783.046.215
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.258.242.620	1.259.243.696	138.360.923
- Banka Kredileri	2.258.242.620	1.259.243.696	138.360.923
Ticari Borçlar	1.954.228.710	1.570.291.366	1.485.643.097
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	736.392.259	909.746.565	524.028.309
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	1.217.836.451	660.544.801	961.614.788
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	60.445.557	32.733.874	668.512
Diğer Borçlar	358.049.132	295.707.620	125.706.089
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	358.049.132	295.677.632	125.706.089
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	--	29.988	--
Ertelenmiş Gelirler	362.446.558	549.934.251	507.508.180
Kısa Vadeli Karşılıkları	53.979.584	24.394.739	8.831.107
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	43.635.261	16.100.094	5.915.960
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	10.344.323	8.294.645	2.915.147
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	171.230.869	886.548.321	516.328.307
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.597.775.837	911.083.406	475.992.408
Uzun Vadeli Borçlanmalar	188.585.820	--	--
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	188.585.820	--	--
Uzun Vadeli Karşılıkları	182.437.590	117.488.867	96.940.699
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	182.437.590	117.488.867	96.940.699
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	33.060.128	--	--
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.193.692.299	793.594.539	379.051.709
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	14.327.633.024	11.385.617.249	9.499.458.255
Ödenmiş Sermaye	280.000.000	280.000.000	280.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	4.723.960.281	3.855.043.346	3.066.831.205
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	4.886.463.181	3.991.786.331	3.141.589.514
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	-162.502.900	-136.742.985	-74.758.309
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	8.184.772.900	6.557.978.085	6.081.746.395
- Yabancı Para Çevirim Farkları	8.184.772.900	6.557.978.085	6.081.746.395
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.536.063	5.536.063	5.536.063
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	687.059.755	65.344.592	-207.273.097
Net Dönem Karı/Zararı	446.304.025	621.715.163	272.617.689
TOPLAM KAYNAKLAR	21.144.031.891	16.915.554.522	12.758.496.878

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		
		31.12.2025	31.12.2024	31.12.2023
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,97	0,95	0,84
Asit Test Oran	Dönen Varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,59	0,46	0,37
Stok Oranı	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,09	0,13	0,10
Nakit Oran	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,08	0,32	0,35

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 özkaynaklarla fonlandığını gösterir.
- e-) Duran Varlıklar/ Özkaynaklar: Şirket'in duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

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

Tablo 9		Mali Yapı Oranları		
		31.12.2025	31.12.2024	31.12.2023
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)		0,32	0,33	0,26
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,24	0,28	0,22
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar		0,08	0,05	0,04
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar		0,68	0,67	0,74
Duran Varlıklar / Özkaynaklar		1,12	1,10	1,10

Kaynak : İzahname

Likidite ve mali oranlara ilişkin detaylı açıklamalar izahnamenin 10.1.1 numaralı bölümünde yapılmış olup işbu Fiyat Tespit Raporu'nda ayrıca incelenmemiştir.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 31.12.2025 dönemi itibariyle özkaynakları 14.327.633.024 TL olup, 280.000.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 51,17 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, 2024 yılında küresel ham çelik üretimi, bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %1 oranında azalarak 1 milyar 887 milyon tona gerilemiş olup, Dünya çelik üretiminde lider konumunda olan Çin’deki ham çelik üretimi, Çin’deki emlak piyasasında yaşanan durgunluğun etkisiyle daralma göstermiştir. 2025 yılında küresel ham çelik üretimindeki durgunluk devam etmiş ve bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %2 oranında daha azalarak 1 milyar 849 milyon tona gerilemiştir⁵.

2025 yılında, Dünya’nın ikinci büyük çelik üreticisi olan Hindistan 164,9 milyon ton üretim ile küresel çelik üretiminde %8,9 paya sahip olurken, Dünya’nın üçüncü büyük çelik üreticisi ABD 82,0 milyon ton üretim ile %4,4 paya sahip olmuştur.

Bu dönemde, ABD’nin ham çelik üretimi %3,3 oranında artarak 2025 yılında 82,0 milyon tona yükselmiştir. Japonya ham çelik üretimi 2024 yılına kıyasla %4 oranında azalarak 80,7 milyon ton olarak gerçekleşirken, dünyanın dördüncü büyük çelik üreticisi konumuna gerilemiştir. Rusya’nın ham çelik üretimi 2024 yılına kıyasla %4,5 oranında azalarak 67,8 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Güney Kore’nin ise 2025 yılında ham çelik üretimi 2024 yılına kıyasla %2,7 oranında azalarak 61,9 milyon ton seviyesine gerilemiştir.

Tablo10 İlk 10 Ham Çelik Üreticisi Ülkeler (Milyon Ton)

	2021	2022	2023	2024	2025
Çin	1.035,2	1.019,0	1.019,0	1.005,1	960,8
Hindistan	118,2	125,4	140,7	149,4	164,9
ABD	85,8	80,5	81,4	79,4	82,0
Japonya	96,3	89,2	86,9	84,0	80,7
Rusya	77,0	71,7	76,0	71,0	67,8
Güney Kore	70,4	65,8	66,7	63,6	61,9
Türkiye	40,4	35,1	33,7	36,8	38,1
Almanya	40,2	36,9	35,4	37,2	34,1
Brezilya	36,1	34,1	31,9	33,7	33,3
İran	28,3	30,6	31,0	31,3	31,8
Dünya	1.962,5	1.889,2	1.904,1	1.886,8	1.849,4

Kaynak: <https://worldsteel.org/data/world-steel-in-figures/world-steel-in-figures-2025>

Türkiye’de ham çelik üretimi, 2023 yılında yaşanan deprem felaketinden sonra yıkılan binaların ve tesislerin yeniden inşa çalışmaları kapsamında iç piyasa talebinde meydana gelen artış sonucunda 2024 yılında %9,4 oranında artarak 36,8 milyon ton seviyesine yükselirken, 2025 yılında %3,5 oranında artarak 38,1 milyon ton seviyesine ulaşmış, Türkiye, küresel ham

⁵ <https://worldsteel.org/data/world-steel-in-figures/world-steel-in-figures-2025>

çelik üretiminde 2025 yılında 7'nci sırada yer almıştır. Son yıllarda devlet destekleriyle çelik üretiminde önemli yatırımlar gerçekleştiren İran'ın ham çelik üretimi ise 2025 yılında %1,6 artarak 31,8 milyon tona çıkmıştır⁶.

Dünya çelik üretim kapasitesi, 2014 yılında zirveye ulaştıktan sonra 2018'e kadar düşüş yaşamış olup, son beş yıldır tarihî yüksek seviyelere geri dönüş yaşamaktadır. Dünya çelik üretim kapasitesine özellikle Asya ülkelerinin katkısı kritik önem taşımakta ve küresel kapasite artışının %53,3'ünü söz konusu ülkelerdeki kapasite artışları oluşturmaktadır. Çin, bu genişlemeye öncülük eden ekonomi olarak öne çıkmaktadır.

Çin, ham çelik üretiminde olduğu gibi nihai çelik tüketiminde de lider konumdadır. Çelik sektörü, özellikle altyapı-inşaat, makine ve otomotiv gibi pek çok sektöre temel girdi sağlamaktadır. Küresel çelik tüketiminde, altyapı ve inşaat sektörü önemli bir paya sahiptir. Çin'in nihai çelik tüketimi, dünya genelindeki çelik tüketiminin yarısını oluşturmaktadır. Çin ekonomisindeki gelişmeler ve özellikle altyapı-inşaat sektöründeki büyüme, çelik talebinin seyrini belirlemede önemli bir rol oynamaktadır.

İzahnamenin 7.2.1 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Çelik üretiminin dekarbonizasyonu, çelik üretim alışkanlıklarında önemli bir geçişe zemin hazırlamaktadır. Enerji sektöründen kaynaklanan küresel emisyonların neredeyse %8'ini oluşturan demir ve çelik sektörü, endüstriyel karbon emisyonlarının ise yaklaşık %30'unu üstlenmektedir. Bu büyük karbon ayak izi göz önünde bulundurulduğunda, çelik sektörünün dekarbonizasyonu iklim değişikliği hedeflerine ulaşılması açısından kritik bir öneme sahiptir.

Çelik endüstrisini dekarbonize etmek için farklı yaklaşımlar benimsenmektedir. Bu yaklaşımlar, kullanılan enerji ve ham maddelerde enerji tasarrufu ve verimlilik iyileştirmelerini, hurda kullanımının artırılmasını ve hidrojenle çelik üretimi gibi yenilikçi teknolojilerin geliştirilmesini içermektedir. Bu doğrultuda çelik şirketleri için, kalite ve arzı korurken kısa ve uzun vadeli CO2 azaltma hedeflerine ulaşmakta gelenekselleşmiş BF (blast furnace, yüksek fırın) ve BOF (basic oxygen furnace, bazik oksijen fırını) yöntemlerinden hurdanın girdisi olduğu EAF (electric arc furnace, elektrikli ark ocağı) yöntemine geçiş en efektif yol olarak görülmektedir. Bunun temel nedeni ise hurda girdisi ile çalışan EAF teknolojisinin CO2 emisyon yoğunluğunun BF ve BOF teknolojilerinin üçte birinden az olmasıdır⁷.

Türkiye'de 27 elektrik ark ocaklı (EAO), 11 indüksiyon ocaklı ve 3 bazik oksijen fırınlı çelik fabrikası bulunmaktadır. 2024 yılında küresel ham çelik üretimi, bir önceki yıla kıyasla yaklaşık %1 oranında azalarak 1 milyar 884 milyon tona gerilerken, Türkiye'de ham çelik üretimi, 2023 yılında yaşanan deprem felaketinden sonra yıkılan binaların ve tesislerin yeniden

⁶ Dünya Çelik Derneği; <https://worldsteel.org/data/world-steel-in-figures-2024>

⁷ Kaynak: OECD

inşa çalışmaları kapsamında iç piyasa talebinde meydana gelen artış sonucunda 2024 yılında %9,43 oranında artarak 36,9 milyon ton seviyesine yükselmiş ve Türkiye, küresel ham çelik üretiminde 2024 yılında 8'inci sırada yer almıştır.

Türkiye 2001 yılında dünyanın en büyük 10'uncu çelik üreticisi iken, 2023 yılına gelindiğinde dünyanın 8, Avrupa'nın Almanya'nın ardından 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. Ancak 2023 yılında artan küresel enflasyon nedeniyle düşen çelik talebinin etkisi ile Türkiye'nin toplam çelik üretimi 33,7 milyon tona gerilemiştir. 2023 yılında artan küresel enflasyon ve girdi maliyetleri ile haksız ticaret önlemleri nedeniyle Türk çelik ihracatı keskin düşüş göstermiş ve dünyanın en büyük 9'uncu çelik ihracatçısı konumuna gerilemiştir. Buna rağmen, Türkiye'nin çelik üretimi, yerel taraftaki güçlü talep sebebiyle 2022 yılındaki dünyanın en büyük 8'inci üreticisi konumu 2023 yılında da korunmuştur⁸. Türkiye'de çelik üretimi 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla %9,2 ve %3,5 oranlarında artarak 2025 sonu itibarıyla 38,1 Milyon ton düzeyine ulaşmıştır.

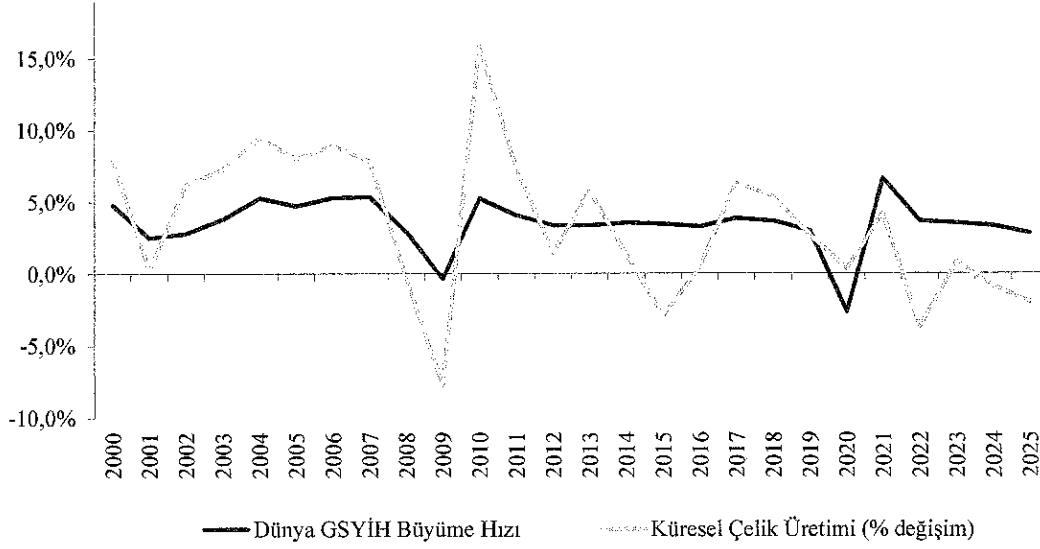
Türkiye'de çelik tüketimi, 2018'de inşaat ve otomotiv sektörlerinde yaşanan daralmalar nedeniyle düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün başlıca nedeni inşaat sektöründe kullanılan uzun çelik ürünlerindeki azalma olmuştur. Ancak, 2020'nin ikinci yarısında sektörün toparlanmasıyla birlikte Türkiye'nin çelik tüketimi yeniden artış eğilimine girmiştir. 2021'de çelik tüketimi %16'lık kayda değer bir artışla 41 milyon tona ulaşmıştır. Ancak, 2022'de bu artış eğilimi durmuş ve çelik tüketimi bir önceki yıla kıyasla yaklaşık 8 milyon ton azalarak 33 milyon tona gerilemiştir. Türkiye'deki bu düşüş, dünya çelik tüketimindeki genel düşüşe paralel olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılına gelindiğinde inşaat ve otomotiv sektöründe görülen artışlar sonucunda çelik tüketiminde %17'lik bir artış yaşanmıştır. 2024 yılında Türkiye'de çelik tüketimi 2023 yılına paralel seviyelerde 38,3 milyon ton olarak gerçekleşirken, 2025 yılının ilk 9 aylık döneminde çelik tüketimi 2024 yılının aynı dönemine kıyasla %3,9 artışla 28,9 milyon tona yükselmiştir.

Küresel iktisadi gelişmeler, jeopolitik olaylar ve dünya çapında büyük üretici ülkelerin fiyatlama, satış ve stok tutma gibi ticari politikalarının yol açtığı konjonktür dalgalanmalarına demir-çelik sektörü gerek küresel ve gerekse lokal bazda önemli oranda duyarlılık göstermektedir. Uluslararası Para Fonu veri tabanından sağlanan verilere göre 2000-2025 yılları arasında Dünya Ekonomisi GSYİH Büyüme Hızı ile Küresel Çelik Üretimi Yıllık Değişimi arasında %60 oranında korelasyon bulunmaktadır. Bu durum, konjonktür dalgalanmalarını en iyi temsil eden gösterge olan GSYİH büyüme oranları ile benzer değişim

⁸ Kaynak: Çelik İhracatçıları Birliği: <https://www.cib.org.tr/tr/istatistikler.html>

gösteren küresel çelik üretiminin, küresel ekonomide yaşanan döngüsel değişimlere, aşağıda yer alan grafikten de izlendiği üzere, yüksek oranda duyarlı olduğunu göstermektedir.

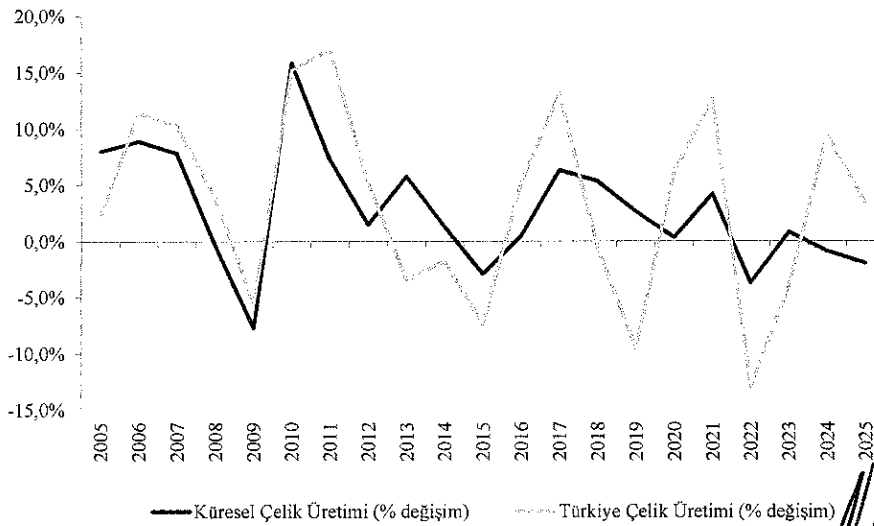
Grafik 2 – Dünya Ekonomisi Büyüme Hızı ve Çelik Üretimi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: IMF, Worldsteel

Türkiye'nin çelik üretimi küresel konjonktür dalgalanmalarına yüksek oranda duyarlılık göstermektedir. IMF ve Türk Çelik İhracatçıları Birliği'nden 2005-2025 dönemi için derlenen çelik üretim verilerine bakıldığında, Türkiye ve Küresel Çelik Üretimi arasında tonaj bazlı %62,2 oranında korelasyon katsayısı hesaplanmıştır.

Grafik 3 – Küresel Çelik Üretimi / Türkiye'nin Çelik Üretimi (Yıllık % Değişim)



Kaynak: IMF, Türk Çelik İhracatçıları Birliği

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Erenköy Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Ziraatçılar V.D. : 388 004 35 21 Tic Sic No: 28
 Me. Sic. : 03500064302100015 www.aicapital.com.tr

Bu etkileşim doğrultusunda, küresel büyüme performansını ve dolayısıyla çelik üretimini baskılayıcı unsurların küresel ölçekte yol açtığı daraltıcı konjonktür dalgalanması 2022 ve 2023 yıllarında Türk demir-çelik sektörünün de üretimini sınırlamıştır. Küresel ekonomik döngünün gerileme döneminde olmasının yanı sıra, yurt içinde işçilik maliyetlerindeki artış sonucunda karlılıkların daralması ve ihracat pazarlarındaki derinleşen rekabet ortamı nedeniyle Türk demir - çelik sektörü üretim ve kapasite kullanımında daralma yaşamıştır. 2024 ve 2025 yıllarında dünya çelik üretiminin sırasıyla %1 ve %2 oranlarında düşüş göstermesine rağmen, 6 Şubat 2023 tarihinde yaşanan Kahramanmaraş ve Hatay merkezli 11 ilimizi etkileyen depremler sonrasında bu bölgede artan inşaat faaliyetlerinin etkisiyle Türkiye’de çelik üretimi bahsi geçen yıllarda sırasıyla %9,4 ve %3,5 oranlarında artış kaydetmiştir.

Türkiye’nin nihai çelik tüketimi, küresel durgunluk dönemleri 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 ulaşılmamış olmasından dolayı çelik talebindeki artışın ve dolayısıyla sektördeki tonaj bazlı büyüme trendinin öngörülebilir gelecekte de devam etmesi beklenmektedir.

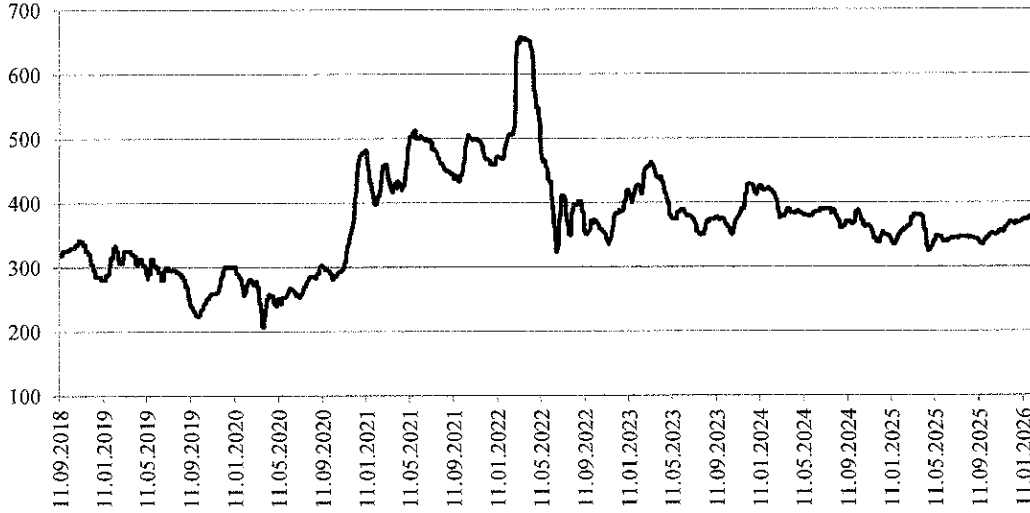
Şirket tarafından 2026-2031 projeksiyon dönemi için hazırlanan ürün bazlı üretim ve satış hacmi projeksiyonları, küresel ve ulusal ölçekte orta vadeli büyüme trendinin devam edeceği varsayımı altında hazırlanmış ve tarafımızca doğruluğu sorgulandıktan sonra değerlendirilmiştir.

Fiyatlandırma 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 fiyatlandırmasında 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 ton⁹ 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. Hurda ve demir-çelik fiyatlarına ilişkin olarak kar amaçlı olmayan çok uluslu resmi kurumların geleceğe dönük tahmin veya projeksiyonları bulunmazken, muhtelif uluslararası yatırım bankalarının hurda ve demir-çelik fiyatlarına yönelik uzun vadeli tahminleri mevcuttur. Ancak söz konusu tahminler bu kurumların küresel ekonomik ve jeopolitik varsayım ve öngörülerine göre birbirinden ayrılmaktadır. Dolayısıyla, uluslararası yatırım bankalarının tahminleri baz alınarak hurda ve demir-çelik fiyatlarına ilişkin objektif projeksiyon yapma imkanı bulunmamaktadır. Bu nedenle, ürün fiyatlarına ilişkin projeksiyonlar oluşturulurken, çelik fiyatlarının ABD Doları bazında ve Uluslararası

⁹ Metric Tonne: 1.000kg

Para Fonu (IMF) tarafından en son Ekim 2025 tarihinde güncellenen ABD TÜFE enflasyonu tahminleri¹⁰ oranında artacağı varsayılmıştır.

Grafik 4 – 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 projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca büyüme hızının yavaşladığı hızda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda, 2026-2031 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde satış (tonaj) hacmindeki yıllık büyüme oranının kademeli yavaşlayacağı öngörülmüştür. Fiyat projeksiyonları içinse yukarıda belirtildiği üzere, Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından en son Ekim 2025 tarihinde güncellenen ABD TÜFE enflasyonu 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 büyüme hızının kademeli yavaşlama gösterdiği bir 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

¹⁰ <https://data.imf.org/en/datasets/IMF.RES:WEO>



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 değerlendirilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 01.01.2026 - 31.12.2031 tarihleri arasında Ekdemir'e ilişkin nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonunda devam eden değerler değerlendirilme 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 (01.01.2026 - 31.12.2031) 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 tutarı¹¹ düşülerek İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kapsamında, Şirket'in nihai Özsermaye (Piyasa) Değeri hesaplanmıştır. Hesaplama, Şirket'in 31.12.2025 tarihi itibarıyla toplam 1.690.810.219 TL tutarındaki yatırım fonu kapsamında sahip olduğu kısa vadeli finansal varlığı nakit durumuna eklenmiştir.

8.3.2.1 Hasılat Projeksiyonlarında Kullanılan Yöntem Hakkında Bilgi

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. Fiyat tespit çalışmasında, Ekinciler Demir Ve Çelik Sanayi A.Ş.'nin 1 Ocak - 31 Aralık 2025, 2024 ve 2023 hesap dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin Özel Bağımsız Denetçi Raporlarına Şirketin "<https://www.ekinciler.com/>" 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 Denetçi 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

¹¹ [(Banka Kredileri + Kredi Kartları+ Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar)- (Nakit ve Nakit Benzerleri + Kısa Vadeli Finansal Varlıklar)]

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, İşbu 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

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 6.2 numaralı bölümünde de belirtildiği üzere Ekdemir'in İskenderun / Hatay'da kurulu üretim tesislerinde mevcut yıllık üretim kapasitesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 11		Kapasite	
Tesis	Birim	Miktar	
Çelikhane Tesisi	ton/yıl	1.356.914	
Haddehane Tesisi	ton/yıl	1.307.470	
Oksijen Tesisi	m3/yıl	337.722.653	
-Sıvı Azot	m3/yıl	263.806.762	
-Sıvı Gaz ve Oksijen	m3/yıl	70.774.128	
-Sıvı Argon	m3/yıl	3.141.76	

Kaynak : İzahname

Hammadde olarak demir-çelik hurdalarının kullanıldığı 1.356.914 ton/yıl kapasiteli çelikhane tesisinde kütük demir üretimi gerçekleştiren Şirket, kütük demirlerin hammadde olarak kullanıldığı 1.307.470 ton/yıl kapasiteli haddehane tesisinde 8-50 mm arası ebatlarda yüksek mukavemetli ve depreme dayanıklı inşaat çeliği üretmektedir. Ayrıca Oksijen Tesisinde yüksek saflık derecesine sahip oksijen, argon ve azot gazları üretilmektedir.

Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nda yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ürünlerin üretim miktarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 12

Mamul Üretim (Ton/Yıl) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %): 2023-2025

	2023			2024			2025		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Mamul Üretim	1.334.951	2.664.384	50,1%	1.552.024	2.664.384	58,3%	1.640.980	2.664.384	61,6%
İnşaat Demiri	580.564	1.307.470	44,4%	659.555	1.307.470	50,4%	707.425	1.307.470	54,1%
Kütük Demir	754.386	1.356.914	55,6%	892.468	1.356.914	65,8%	933.555	1.356.914	68,8%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

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

Tablo 13

Mamul Üretim (Ton/Yıl) Büyüme Oranı

	2022	2023		2024		2025	
	Ton/Yıl	Ton/Yıl	Değişim %	Ton/Yıl	Değişim %	Ton/Yıl	Değişim %
Mamul Üretim	1.104.401	1.334.951	20,9%	1.552.024	16,3%	1.640.980	5,7%
İnşaat Demiri	372.056	580.564	56,0%	659.555	13,6%	707.425	7,3%
Kütük Demir	732.345	754.386	3,0%	892.468	18,3%	933.555	4,6%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2 numaralı bölümünde yer alan Grafik 2 ve Grafik 3'de izlendiği üzere, Şirket'in tonaj bazlı satış ve üretim miktarı küresel konjonktüre duyarlıdır. Nitekim, Covid-19 pandemisiyle küresel ölçekte ertelenen demir-çelik talebinin 2021 yılında artmasıyla üretim ve satışlarda güçlü bir dönem geçiren Ekdemir'in 2022 yılında İnşaat Demiri üretimi %36,1 oranında azalarak 372.056 tona gerilerken, Kütük Demir üretimi de %27,9 oranında azalarak 732.345 ton düzeyine düşmüştür. Bu şekilde, Şirket'in toplam mamul üretimi %30,9 oranında azalarak 1.104.401 ton düzeyine gerilerken, Kapasite Kullanım Oranı 2022 sonu itibarıyla İnşaat Demirinde %44,5'den %28,5 düzeyine ve Kütük Demir'de %74,9'dan %54,0 seviyesine düşmüştür. Toplam mamul üretiminde kapasite kullanım oranı da bu gelişmelerin ardından %60,0'dan %41,5 seviyesine gerilemiştir. Üretimde yaşanan düşüşte, Şubat 2022'de başlayan Rusya-Ukrayna savaşının dünya çapında hammadde ve enerji tedarik sürecini aksatması ve ayrıca ABD ve Avrupa Merkez Bankaları'nın faiz artırımlarına gitmeleri neticesinde oluşan küresel resesyon beklentileri etkili olmuştur. Zira, gerek Rusya-Ukrayna savaşı ve gerekse küresel faiz artışı özellikle Avrupa pazarında 2022 yılında daralma endişelerine yol açınca, hurda tedarikinde aksama ve hurda fiyatlarında da ani dalgalanmalar yaşanmıştır. Buna ek olarak, AB ve ABD tarafından Rusya'ya yönelik başlatılan yaptırımlar neticesinde enerji fiyatlarına yaşanan sert yükselişler demir-çelik sektöründe üretim maliyetlerinde ani artışlara yol açınca, küresel ölçekte demir-çelik sektörünün arz-talep dengesine bozulma gerçekleşmiştir. Tüm bu gelişmelerin neticesinde, sektörde olduğu gibi 2022 yılında Ekdemir'in de üretiminde düşüş yaşanmıştır.

2023 yılında ise İnşaat Demiri üretimi %56,0 oranında artarken, Kütük Demir üretimi %3,0 oranında artış göstermiştir. Bu şekilde, 2023 yılında toplam mamul üretim %20,9 oranında artarken, kapasite kullanım oranları İnşaat Demiri'nde %44,4 düzeyine, Kütük Demir'de ise %55,6 seviyesine yükselmiştir. Netice itibarıyla, 2022 yılında %41,5 olan Şirket'in mamul

üretiminde toplam kapasite kullanım oranı, 2023 yılında %50,1 düzeyine ulaşmıştır. 6 Şubat 2023 tarihinde yaşanan Kahramanmaraş ve Hatay merkezli 11 ilimizi etkileyen depremlerden, İskenderun ve Osmaniye’de kurulu bulunan çok sayıda sıvı çelik üreticisi, haddehaneleri ve çelik servis merkezleri olumsuz etkilendi. Hammadde tedarik zincirinde aksama yaşanırken, bölgede işgücü kayıpları da ortaya çıkınca 2023 yılının ilk çeyreğinde üretim faaliyetlerinde kesinti oldu. 2023 yılının ilk çeyrek sonuna doğru başlayan üretim faaliyetleri, bölgenin yeniden imarının 31 Mart 2023 tarihinde yapılan Belediye seçimleri sonrasında hız kazanacağı yönünde oluşan beklenti, sektöre 2023 yılının ikinci çeyreği itibarıyla ivme kazandırdı. Bölgede depremden kısa bir süre sonra başlatılan TOKİ konutları inşaatı neticesinde özellikle inşaat demiri talebinde yüksek oranda artış oldu. İnşaat demiri üretiminin yanı sıra, çelik ürünlerin üretilmesinde de hammadde olarak kullanılan Kütük Demir üretimi ise yukarıda belirtildiği üzere sınırlı bir artış gösterdi. Kütük Demir üretim artışının 2023 yılında düşük düzeyde kalmasının temel sebebi, Rusya-Ukrayna savaşının yanı sıra Ortadoğu’da artan jeopolitik riskin Türk çelik ihracatını yavaşlatmasıdır. Buna ek olarak, Avrupa pazarında yaşanan durgunluğun yanı sıra 2018 yılında çelik ürünleri ithalatına getirilen vergi ve kota uygulamaları Avrupa destinasyonundan gelen talebin düşük kalmasına yol açmıştır. Bu gelişmelerde dolayı çelik üretiminde hammadde olarak kullanılan Kütük Demir üretimi 2023 yılında %3,0 gibi sınırlı bir artış gösterebilmiştir.

2024 yılında ise İnşaat Demiri üretimi 2023 yılına göre %13,6 oranında artarak 659.555 ton düzeyine yükselirken, kütük demir üretimi aynı dönem itibarıyla ise %18,3 oranında artarak 892.468 ton seviyesine ulaşmış ve bu şekilde Ekdemir’in toplam mamul üretimi 2024 yılında 2023 yılına göre %16,3 oranında artarak 1.552.024 ton düzeyine ulaşmıştır. Özetle, Şirket’in 2022, 2023 ve 2024 yıllarında satış ve üretim faaliyetlerinde tonaj bazlı izlenen iniş ve çıkışların yurt içi ve yurt dışı konjonktür dalgalanmalarının bir sonucu olarak gerçekleştiği gözlenmektedir.

31 Mart 2023’de yapılan Belediye seçimleri sonrasında konut inşaat ve alt yapı çalışmalarına ruhsat verilmeye başlaması neticesinde inşaat çeliği başta olmak üzere birçok çelik ürünü talebinde artış yaşandı. Bu durum, yukarıda belirtildiği üzere, gerek inşaat demiri üretiminde ve gerekse çelik ürünlerin üretilmesinde hammadde olarak kullanılan Kütük Demir üretiminin 2024 yılında görece yüksek oranda artmasına yol açmıştır. Öte yandan, 6 Şubat 2023’de yaşanan yıkıcı depremin ardından gerek hammadde tedariki ve gerekse işgücü bakımından 2023 yılının ilk yarısında üretim sürecinde yaşanan aksaklıkların 2023 yılının ikinci yarısında son bulması, 2024 yılında sektöre hammadde sağlayan kütük üretimindeki ivmelenmeyi desteklemiştir. Ayrıca, bölgedeki yıkımdan orta çıkan hurda demir, kütük demir üretimine hammadde tedariki sağlamıştır. 2023 yılında %56 gibi yüksek oranda artan inşaat demiri üretimi ise stoklardaki artıştan dolayı 2024 yılında bir önceki yıla göre %13,6 gibi görece ılımlı bir oranda artış göstermiştir.

2025 yılına gelindiğinde yukarıda açıklanan yurt içi ve yurt dışı koşullar etkisini sürdürürken 2024 yılında %3,2 gibi görece düşük hızda büyüyen Türkiye ekonomisinde GSYİH büyüme

hızının yılın ilk dokuz ayında %3,7 seviyesine hafifçe ivmelenmesi, Türk Demir Çelik Sektöründeki aktivitenin sürmesini sağlamıştır. Özellikle 2025 yılının ilk dokuz ayında inşaat sektöründe kaydedilen %11,3 oranındaki büyüme hızı¹², Türk Demir Çelik Sektörünü desteklemiştir. Buna bağlı olarak, Şirket'in inşaat demiri ve kütük demir üretimi 2025 yılında sırasıyla %7,3 ve %4,6 oranında artarken, toplam üretim de %5,7 oranında büyümüştür. Bu şekilde, 2023 yılında %44,4, 2024 yılında %50,4 olan inşaat demir üretimindeki kapasite kullanım oranı 2025 yılında %54,1 seviyesine yükselmiştir. Benzer şekilde, 2023 yılında %55,6, 2024 yılında %65,8 olan kütük demir üretimindeki kapasite kullanım oranı ise 2025 yılında %68,8 seviyesine tırmanmıştır. Böylece, Şirket'in toplam mamul üretiminde kapasite kullanım oranı 2023 (%50,1) ve 2024 (%58,3) düzeylerini aşarak %61,6 oranına yükselmiştir.


Mamul ürün gruplarının finansal raporlama tarihleri itibarıyla toplam üretim içindeki payları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 14	Ürün Gruplarının Toplam Üretim İçindeki Payları (%)			
	2022	2023	2024	2025
Mamul Üretim	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
İnşaat Demiri	33,7%	43,5%	42,5%	43,1%
Kütük Demir	66,3%	56,5%	57,5%	56,9%

Kaynak: Şirket, A1 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 ve baca tozu ile inşaat demirinin çeşitli ebatlarda kesilmesi neticesinde tedarik edilen parça demir¹³ ve kalın hadde bozuğu¹⁴ ile diğer yan ürünlerinden satış faaliyetlerinden elde edilen gelirlerden oluşmaktadır. Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nda yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in tonaj bazlı satış hacmi gelişimi aşağıdaki tabloda yer almaktadır:



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Eretiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E. Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. : 398 004 35 21 Tic. Sic. No: 277 169
Mers. No: 0800004302100015 www.a1capital.com.tr

¹² Kaynak : TUİK

¹³ Şirket'in standart üretiminde çubuk boyu 12 metredir. 12 metrenin altında kalan 3-11 metre arası çubuklar kısa parça ya da kısa malzeme olarak adlandırılmıştır.

¹⁴ Üretimde arıza olduğu zamanlarda makasların, haddeleme esnasındaki Ø60 mm çapındaki malzemeyi 1 metre uzunluğunda doğraması sonucu ortaya çıkan malzemedir.

Tablo 15 (Ton/Yıl)	Satış Hacmi (Tonaj) Gelişimi (Ocak -Aralık)*			
	2022	2023	2024	2025
İnşaat Demiri	399.142	572.493	644.765	714.984
Kütük Demir	335.749	157.692	197.161	202.641
Baca Tozu	11.629	12.194	12.544	13.228
Parça Demir	2.423	3.456	5.077	4.320
Kalın Hadde Bozuğu	2.706	2.213	2.428	3.400
Diğer Ürünler	11.660	47.748	59.422	50.166
Toplam Mamul Satış Hacmi	763.309	795.795	921.397	988.738

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

*:Ticari Satışlar Dahildir

Tablo 16 (Yıllık Değişim; %)	Satış Hacmi Büyüme Oranı*		
	2023	2024	2025
İnşaat Demiri	43,4%	12,6%	10,9%
Kütük Demir	-53,0%	25,0%	2,8%
Baca Tozu	4,9%	2,9%	5,5%
Parça Demir	42,6%	46,9%	-14,9%
Kalın Hadde Bozuğu	-18,2%	9,8%	40,0%
Diğer Ürünler	309,5%	24,4%	-15,6%
Toplam Mamul Satış Hacmi	4,3%	15,8%	7,3%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

*:Ticari Satışlar Dahildir

Şirket'in satış hacminin ürün gruplarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre, 2025 itibarıyla İnşaat Demiri ve Kütük Demir satış miktarı toplam mamul satış miktarının %92,8'ini oluşturmuştur. 2024 yılında da bu iki ana ürün grubunun toplam mamul satış hacmi içindeki payı %91,4 olarak gerçekleşmişti.

Tablo 17 (%)	Mamul Satış Miktarı Dağılımı			
	2022	2023	2024	2025
İnşaat Demiri	52,3%	71,9%	70,0%	72,3%
Kütük Demir	44,0%	19,8%	21,4%	20,5%
Baca Tozu	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%
Parça Demir	0,3%	0,4%	0,6%	0,4%
Kalın Hadde Bozuğu	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
Diğer Ürünler	1,5%	6,0%	6,4%	5,1%
Toplam Mamul Satış Hacmi	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Ekdemir'in ciro tutarları, işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 7.1 numaralı bölümünde belirtilen esaslar çerçevesinde hesaplanmıştır. Aynı dip notta, Şirket'in fonksiyonel para biriminin TMS 21 "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca ABD Doları olarak belirlendiği açıklanmış olup, ciro tutarlarının finansal tablo tarihleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer alan işlem kurları esas alınmak suretiyle TL olarak sunulduğu belirtilmiştir.

Tablo 18 Finansal Tablolarda Esas Alman ABD Dolar Kuru (TL)

	2022	2023	2024	2025
USDTRY Yıl Sonu Döviz Alış	18,6983	29,4382	35,2803	42,8457
USDTRY Yıllık Ortalama	16,5512	23,7482	32,7825	39,4384

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu, 2.1 Numaralı Dip Not

13.02.20265 tarihli Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2.1 numaralı Dip Notunda belirtilen kapsamda TMS 21 ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 13 Haziran 2013 tarih ve 28676 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri II, 14.1 No'lu "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ("Tebliğ") hükümleri uyarınca, Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla ciro gelişimi TL bazında aşağıda yer almaktadır:

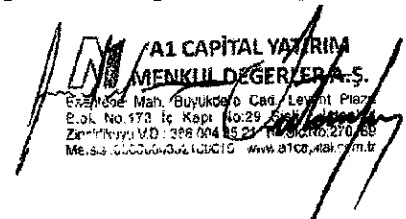
Tablo 19 (TL)	Ciro Gelişimi			
	2022	2023	2024	2025
İnşaat Demiri	4.635.971.322	8.752.764.714	12.421.983.077	15.884.388.284
Kütük Demir	3.960.756.376	2.100.464.997	4.198.738.800	4.675.440.110
Baca Tozu	68.564.856	60.476.691	35.560.680	52.729.811
Parça Demir	25.639.310	45.204.365	87.905.973	96.555.801
Kalın Hadde Bozuğu	23.717.826	24.124.657	34.249.075	56.932.179
Diğer Ürünler	6.965.568	7.399.647	19.033.680	331.494
Toplam Brüt Mamul Satışlar	8.721.615.258	10.990.435.071	16.797.471.285	20.766.377.679
Diğer Gelirler	34.555.714	60.489.209	49.047.684	69.228.931
Satıştan İade ve İndirimler	-693.280	0	-2.028.089	-898.209
Toplam Net Satışlar	8.755.477.692	11.050.924.280	16.844.490.880	20.834.708.401

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 20 (Yıllık Değişim; %)	Ciro Büyüme Oranı		
	2023	2024	2025
İnşaat Demiri	88,8%	41,9%	27,9%
Kütük Demir	-47,0%	99,9%	11,4%
Baca Tozu	-11,8%	-41,2%	48,3%
Parça Demir	76,3%	94,5%	9,8%
Kalın Hadde Bozuğu	1,7%	42,0%	66,2%
Diğer Ürünler	6,2%	157,2%	-98,3%
Toplam Brüt Mamul Satışlar	26,0%	52,8%	23,6%
Diğer Gelirler	75,0%	-18,9%	41,1%
Satıştan İade ve İndirimler	a.d	a.d.	-55,7%
Toplam Net Satışlar	26,2%	52,4%	23,7%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in satış gelirinin ürün gruplarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre, 2025 itibarıyla İnşaat Demiri ve Kütük Demir satış geliri toplam satış gelirlerinin %98,7'sini oluşturmuştur. 2024 yılında da bu iki ana ürün grubunun toplam satış gelirleri içindeki payı aynı oranda %98,7 olmuştur.



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zirvehissari M.D. : 398 004 15 21 Tic Sicil No: 270 68
Mers: 08050000000000000000 www.aicb.com.tr

Tablo 21 (%)	Ciro Dağılımı			
	2022	2023	2024	2025
İnşaat Demiri	52,9%	79,2%	73,7%	76,2%
Kütük Demir	45,2%	19,0%	24,9%	22,4%
Baca Tozu	0,8%	0,5%	0,2%	0,3%
Parça Demir	0,3%	0,4%	0,5%	0,5%
Kalın Hadde Bozuğu	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%
Diğer Ürünler	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
Toplam Mamul Satışlar	99,6%	99,5%	99,7%	99,7%
Diğer Gelirler	0,4%	0,5%	0,3%	0,3%
Satıştan İade ve İndirimler	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Toplam Net Satışlar	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in gerek stok tutma ve gerekse üretim politikası, Şirket'in alımını gerçekleştirdiği hammaddenin ve satışını gerçekleştirdiği mamul ürünlerin yerel ve uluslararası piyasadaki fiyat hareketlerinden etkilenmekte; ve ayrıca finansal ve emtia piyasalarındaki yüksek volatilitite 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 belirgin değişimler yaşanabilmektedir. Örneğin, inşaat demiri satış miktarı 2022 yılında %29,7 oranında düşüş gösterirken, inşaat demiri hammaddesi olan kütük demir satış miktarı da %14,5 oranında azalmıştır. Her iki ana ürün grubunda düşüşün gerekçeleri işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.2 numaralı bölümde açıklanmıştır. Öte yandan, birim satış fiyatlarındaki dolar bazlı artış ve döviz kuru etkisiyle, satış tonajlarında yaşanan düşüş fazlasıyla bertaraf edilmiş ve neticede inşaat demiri satış geliri %38,6, kütük demir satış geliri %96,4 oranında artmıştır.

2023 yılında inşaat demiri satış miktarı (tonaj) %43,4 oranında artarken kütük demir satış miktarı %53,0 oranında gerilemiştir. 2023 yılında inşaat demir satış miktarında gerçekleşen artış, fakat buna karşılık kütük demir satış miktarında yaşanan düşüşün gerekçeleri işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.2 numaralı bölümde açıklanmıştır. Öte yandan, 2023 yılında İnşaat Demiri satış geliri TL bazında %88,8 oranında artarken, kütük demir tarafında gerek tonaj daralması ve gerekse birim satış fiyatlarında ABD doları bazında gerçekleşen düşüş neticesinde kütük demir satışlarında %47,0 oranında TL bazlı ciro daralması gerçekleşmiştir.

2024 yılında ise inşaat demiri satış miktarı (tonaj) bir önceki yılın aynı dönemine göre %12,6 oranında artış gösterirken, kütük demir satış miktarı (tonaj) %25,0 oranında büyüme göstermiştir. Her iki ana ürün grubunda 2024 yılında gerçekleşen tonaj artışlarının gerekçeleri işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.2 numaralı bölümde açıklanmıştır. Öte yandan, inşaat demiri ve kütük demir satış geliri satış miktarındaki büyümeye kıyasla daha yüksek oranda artarak 2024 yılında sırasıyla %41,9 ve %99,9 oranlarında yükselmiştir. 2025 yılında ise her iki ana ürün grubu inşaat sektöründe %11,3 oranında gerçekleşen büyümeye paralel satış hacmi (tonaj) ve ciro olarak büyüme göstermiştir. 2025 yılında inşaat demiri satış hacmi %10,9 oranında büyürken kütük demir satış hacmi de %2,8 oranında artmıştır. Satış tonajında yaşanan

söz konusu artış oranları cirolara yansımış; bu şekilde 2025 yılında inşaat demiri satış geliri %27,9 oranında artarken, kütük demir satış geliri de %11,4 oranında yükselmiştir.

8.3.2.4 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

İstanbul Sanayi Odası tarafından yayınlanan İSO-500 listesinde 2023 yılında 500 büyük firma arasında 127'nci sırada yer alan Ekinciler Demir ve Çelik Sanayi A.Ş. 2024 yılında 16 basamak yükselerek 111'inci sıraya tırmanmıştır¹⁵. Ekinciler Demir ve Çelik Sanayi 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 2024 yılında destek vermiştir. 2025 yılında ise fiyatlardaki düşüş eğilimi durulmuş ve 8.3.2 numaralı bölümde yer alan Grafik 2'de de izlendiği üzere hurda çelik fiyatlarında kısmi bir toparlanma gerçekleşmiştir. Bu nedenle, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesi ile uyumlu olarak projeksiyon dönemi için ihtiyatlı Pazar yapısında üretim ve satış varsayımlarında bulunulmuştur. Bu varsayım altında, üretim ve kapasite kullanımına yönelik projeksiyonlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

2026-2031 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde, inşaat demiri üretiminde herhangi bir kapasite artırımı yatırımının gerçekleşmeyeceği buna karşılık kütük demir üretiminde sadece 2031 yılında %5 oranında bir kapasite artırımı yapılacağı varsayımları altında, aşağıdaki tabloda gösterilen mamul üretim projeksiyonlarına karşılık gelen kapasite kullanım oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 22 (Ton/Yıl; %)	Mamul Üretim Projeksiyonu									2026-2031 YBBO %
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	
Mamul Üretim *	1.334.951	1.552.024	1.640.980	1.764.970	1.871.659	1.985.441	2.098.937	2.202.131	2.283.284	
Büyüme - %	20,9%	16,3%	5,7%	7,6%	6,0%	6,1%	5,7%	4,9%	3,7%	5,7%
İnşaat Demiri	580.564	659.555	707.425	756.923	806.321	859.633	912.751	960.780	997.427	
Büyüme - %	56,0%	13,6%	7,3%	7,0%	6,5%	6,6%	6,2%	5,3%	3,8%	5,9%
Kütük Demir	754.386	892.468	933.555	1.008.047	1.065.338	1.125.809	1.186.186	1.241.351	1.285.857	
Büyüme - %	3,0%	18,3%	4,6%	8,0%	5,7%	5,7%	5,4%	4,7%	3,6%	5,5%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

* Tabloda yer alan kütük demir üretiminin bir bölümü satışa konu edilirken bir bölümü ise yine tabloda yer alan inşaat demiri üretiminde girdi olarak kullanılmaktadır. Tabloda yer alan toplam mamul üretimi verisi söz konusu ayırım dikkate alınmaksızın hesaplanmıştır.

AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E. Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 328 004 3521 Tic Sic No: 270 89
Mersis: 0805004300100015 www.aicapital.com.tr

¹⁵ <https://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2024>

Birim satış fiyatlarına ilişkin öngörü ve varsayımlar oluşturulurken, gerek Türkiye demir-çelik sektöründe baz alınan hurda çelik fiyatlarında gözlenen yüksek oynaklık ve gerekse döviz kurlarına yönelik tahmin gücünün nedeniyle, ABD Doları bazında ve Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından en son Ekim 2025 tarihinde güncellenen ABD TÜFE enflasyonu tahminleri¹⁶ baz alınmıştır. Projeksiyonlarda kullanılan makroekonomik göstergelere ilişkin tahminler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 24	Makroekonomik Varsayımlar								
	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
GSYİH Büyüme (y/y)**	5,1%	3,2%	3,6%	3,9%	4,3%	3,8%	3,8%	3,8%	4,0%
TÜFE (Yıllık Ortalama)*	53,9%	58,5%	34,9%	20,4%	16,7%	15,1%	13,4%	11,9%	11,4%
TÜFE (Yıl Sonu)*	64,8%	44,4%	30,9%	24,11%	18,40%	16,31%	14,45%	12,81%	11,35%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	23,79	32,82	39,51	46,97	55,06	63,10	71,20	79,14	86,77
USD/TL (Yıl Sonu)*	29,44	35,28	42,85	51,09	59,03	67,18	75,23	83,04	90,49
ABD TÜFE (Yıl Sonu)**	3,2%	2,7%	2,7%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

Kaynak : TÜİK, TCMB

P: Projeksiyon

* : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi, Şubat 2026

** : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2025/October/select-country-group>

2026-2031 projeksiyon dönemine ilişkin ciro öngörülleri, yukarıdaki tabloda yer alan ABD 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 miktarı ölçüsünde gerçekleştirilmiştir. Bu yaklaşım altında oluşturulan, Mamul Satış Hacmi Projeksiyonları aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Bu tabloda, Şirket'in Tufal, Tavlı Tel, Oksijen, Argon ve Azot gazı, satışlarına ilişkin projeksiyonlar diğer ürünler altında gösterilmiştir. Şirketin üretim faaliyetlerinin sonucunda ortaya çıkan ve imalat sanayiinin çeşitli sektörlerinde girdi olarak kullanılan Oksijen, Argon ve Azot gazı gibi yan ürünlerin birim satış fiyatının ABD TÜFE enflasyonu oranında artacağı varsayılarak değerlemeye dahil edilmiştir.

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eskişehir/ Mah. Büğürcü Cad. Levent Plaza
E. Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İstanbul
Zincirlikuyu V.D : 328 004 35 21 T. : 0212 350 00 00
Mers. No : 0809004302100010 www.a1capital.com.tr

¹⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/October/select-country-group>

Tablo 25 Mamul Satış Hasılatı, Miktar ve Birim Satış Fiyatları Projeksiyonu									
(ABD Doları)	2023	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Mamul Satışlar (\$)	465.025.755	513.587.004	527.626.764	572.145.315	619.401.463	668.685.764	719.741.818	769.435.974	814.342.603
Miktar (Ton/Yıl)	795.795	921.397	988.738	1.050.172	1.109.564	1.172.200	1.234.744	1.291.912	1.338.129
Büyüme - %	4,3%	15,8%	7,3%	6,2%	5,7%	5,6%	5,3%	4,6%	3,6%
Birim Fiyat (\$/Ton)	584,35	557,40	533,64	544,81	558,24	570,45	582,91	595,58	608,57
Değişim - %	-15,6%	-4,6%	-4,3%	2,1%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
İnşaat Demiri (\$)	368.565.395	378.921.165	402.764.521	435.843.257	475.869.397	518.601.672	562.825.949	605.443.483	642.290.242
Miktar (Ton/Yıl)	572.493	644.765	714.984	756.923	806.321	859.633	912.751	960.780	997.427
Büyüme - %	43,4%	12,6%	10,9%	5,9%	6,5%	6,6%	6,2%	5,3%	3,8%
Birim Fiyat (\$/Ton)	643,79	587,69	563,32	575,81	590,17	603,28	616,63	630,16	643,95
Değişim - %	-8,3%	-8,7%	-4,1%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Kütük Demir (\$)	88.447.335	128.078.664	118.550.451	129.336.478	135.988.119	141.936.147	148.142.084	154.609.588	162.120.203
Miktar (Ton/Yıl)	157.692	197.161	202.641	216.463	222.093	226.811	231.637	236.573	242.754
Büyüme - %	-53,0%	25,0%	2,8%	6,8%	2,6%	2,1%	2,1%	2,1%	2,6%
Birim Fiyat (\$/Ton)	560,89	649,61	585,03	597,50	612,30	625,79	639,55	653,54	667,84
Değişim - %	-21,3%	15,8%	-9,9%	2,1%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Baca Tozu (\$)	2.546.580	1.084.746	1.337.017	1.475.508	1.598.023	1.725.966	1.858.537	1.987.566	2.103.913
Miktar (Ton/Yıl)	12.194	12.544	13.228	14.283	15.095	15.952	16.807	17.589	18.219
Büyüme - %	4,9%	2,9%	5,5%	8,0%	5,7%	5,7%	5,4%	4,7%	3,6%
Birim Fiyat (\$/Ton)	208,84	86,48	101,08	103,30	105,87	108,20	110,58	113,00	115,48
Değişim - %	-41,4%	-58,6%	16,9%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Parça Demir (\$)	1.903.486	2.681.491	2.448.269	2.701.865	2.926.207	3.160.491	3.403.246	3.639.516	3.852.565
Miktar (Ton/Yıl)	3.456	5.077	4.320	4.664	4.929	5.209	5.488	5.744	5.950
Büyüme - %	42,6%	46,9%	-14,9%	8,0%	5,7%	5,7%	5,4%	4,7%	3,6%
Birim Fiyat (\$/Ton)	550,85	528,20	566,79	579,27	593,63	606,72	620,07	633,65	647,53
Değişim - %	-13,9%	-4,1%	7,3%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Kalınlık Hadde Bozuğu (\$)	1.015.852	1.044.737	1.443.572	1.593.100	1.725.379	1.863.519	2.006.655	2.145.967	2.271.587
Miktar (Ton/Yıl)	2.213	2.428	3.400	3.671	3.880	4.100	4.320	4.521	4.683
Büyüme - %	-18,2%	9,8%	40,0%	8,0%	5,7%	5,7%	5,4%	4,7%	3,6%
Birim Fiyat (\$/Ton)	459,11	430,20	424,62	433,98	444,74	454,54	464,54	474,72	485,11
Değişim - %	-13,3%	-6,3%	-1,3%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Diğer Ürünler (\$)	2.547.107	1.776.202	1.082.934	1.195.107	1.294.339	1.397.969	1.505.346	1.609.854	1.704.092
Miktar (Ton/Yıl)	47.748	59.422	50.166	54.168	57.247	60.497	63.741	66.705	69.097
Büyüme - %	309,5%	24,4%	-15,6%	8,0%	5,7%	5,7%	5,4%	4,7%	3,6%
Birim Fiyat (\$/Ton)	53,34	29,89	21,59	22,06	22,61	23,11	23,62	24,13	24,66
Değişim - %	-70,2%	-44,0%	-27,8%	2,2%	2,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%

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 miktarına (tonaj) ilişkin varsayımlar oluşturularak projeksiyonlar yapılmıştır. Bu yaklaşım altında, Şirket 2026-2031 yıllarında, inşaat demir satış ve üretiminin kütük demir satış ve üretimine kıyasla görece yüksek düzeyde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu noktada, 6 Şubat 2023 tarihinde yaşanan Kahramanmaraş ve Hatay merkezli 11 ilimizi etkileyen deprem sonrasında bölgenin yeniden imarınının 31 Mart 2024 tarihinde yapılan Belediye seçimleri sonrasında hız kazanması nedeniyle, inşaat demiri üretim ve satışlarının görece yüksek oranda artış göstermiştir. 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 yılından itibaren üretim faaliyetlerinde ivmelenme gerçekleşmiştir. 2025 yılında gerek Türkiye ekonomisinin kısmi toparlanma göstermesi ve gerekse inşaat sektörünün GSYİH büyüme hızının üzerinde büyümesi neticesinde Şirket'in

8.3.2.6 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

Satışların Maliyeti: Satışların maliyeti (SM) ağırlıklı olarak (%85-90 oranında) hammadde ve enerji giderlerinden oluşmaktadır. Ara malı ve yarı mamul giderler de SM'nin %3,5-4,0'ünü oluşturmaktadır. İşçilik giderleri ise SM'nin %3-3,5'ini oluşturmaktadır. Fiyat Tespit Raporu'nda, SM büyük oranda yukarıda açıklanan maliyet unsurları üzerine modellenmiştir. 2024'te mamul üretimde ton başına 289 ABD Doları olarak gerçekleşen birim maliyet 2025 itibarıyla 290 ABD Doları düzeyine gerçekleşmiştir. 2026-2031 projeksiyon döneminde hammadde maliyetleri ve akaryakıt giderlerinin ABD doları bazında ve Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından en son Ekim 2025'te güncellenen ABD TÜFE tahminleri oranında artacağı varsayılmıştır. Öte yandan, halka arzdan elde edilecek gelir ile Urfa'da planlanan Güneş Enerjisi Santrali (GES) yatırımlarının enerji maliyetini düşürücü etkisi 2026'dan itibaren değerlendirilmesine yansıtılmıştır. Eskişehir'de planlanan GES yatırımı ise Yap-İşlet-Devret modeli altında başka bir şirkete ihale edildiğinden ve ihaleyi alan şirketin Eskişehir'de kuracağı GES'i izleyen 10 yıl boyunca işletecek olmasından dolayı değerlendirilmesine dahil edilmemiştir. Urfa'da planlanan GES yatırımının kurulu gücünün yarısının 1. Etapta, kalan yarısının ise 2. Etapta tamamlanması öngörülmüştür. 1. Etap GES yatırımı 2025'te başlamış olup, 2. Etap GES yatırımı için Şirket farklı finansman yöntemleri üzerindeki çalışmalarına devam ettiğinden henüz planlama yapılmamıştır. Bu nedenle, sadece 1. Etap GES yatırımı değerlendirilmesine dahil edilmiş olup, 2. Etap GES yatırımı dikkate alınmamıştır.

İşçi giderleri tarafında istihdamın üretim tonajındaki projeksiyona paralel olarak kademeli olarak 2031 yılı sonu itibarıyla 836 kişiye yükseleceği öngörülmüştür. Birim maliyet ise TCMB EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketinde ilan edilen 5 yıllık TÜFE tahminleri oranlarında artırılmıştır. Öte yandan, ölçek ekonomisinin etkisiyle aramalı ve yarı mamul giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca mamul mal satışlarının ortalama %3,0-3,5'i düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Diğer üretim giderlerinin ise projeksiyon dönemi boyunca mamul mal satışlarının ortalama %0,7'si oranında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

SM içinde gösterilen amortisman tutarı, Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.6. numaralı bölümünde açıklandığı gibi devam eden faaliyetler ve öngörülen sabit sermaye yatırımları (bakım-onarım, diğer idame yatırımları ve 2031'de varsayılan kapasite yatırımları) esas alınarak tahmin edilmiştir. Halka arzdan sağlanacak kaynak ile finanse edilmesi planlanan Urfa GES yatırımında oluşacak amortisman gideri, GES yatırımlarının enerji maliyetlerinde sağlaması öngörülen tasarruf içinde netleştirilmiştir. Bu nedenle, GES yatırımından oluşacak amortisman gideri, SM'de yer alan amortisman tutarı altında gösterilmemiştir. Bu açıklamaların ışığında, 2023-2025 döneminde mamul satış hasılatının ortalama %0,9'unu oluşturan amortisman giderlerinin 2026-2031 yılları arasında ortalama %1,0 civarında gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Sonuç olarak, 2025 itibarıyla, %92,5 seviyesinde gerçekleşen SM/Net Satışlar oranının, 2026 yılında hafifçe %92,3'e geriledikten sonra ölçek ekonomisi ve Urfa GES yatırımının enerji maliyetlerinde sağlayacağı tasarrufla (ilgili amortisman gideri netleştirildikten sonra) kademeli gerileyerek 2031'de %90,3'e düşeceği tahmin edilmiştir.

Tablo 27

Satışların Maliyeti – Gerçekleşme

(ABD Doları)	Birim	2022	2023	2024	2025
Satışların Maliyeti	(\$)	513.095.161	433.548.946	469.952.166	488.434.264
<i>Net Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>97,0%</i>	<i>93,2%</i>	<i>91,5%</i>	<i>92,5%</i>
A.Satılan Mamul Maliyeti	(\$)	512.549.439	433.201.041	447.782.957	475.225.569
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>97,0%</i>	<i>93,2%</i>	<i>87,2%</i>	<i>90,1%</i>
1.Hammadde	(\$)	422.970.495	353.697.424	369.406.927	402.633.209
-İlk madde ve malzeme Giderleri	(\$)	422.970.495	353.697.424	369.406.927	402.633.209
Tonaj	(Ton)	831.844	895.814	1.024.910	1.070.074
<i>Değişim - %</i>	<i>(%)</i>	<i>-30,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>4,4%</i>
Birim Maliyet	(\$/Ton)	508,47	394,83	360,43	376,27
<i>Değişim - %</i>	<i>(%)</i>	<i>24,2%</i>	<i>-22,3%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>4,4%</i>
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	(\$)	49.224.574	39.684.955	31.398.762	33.635.939
-Enerji (Elektrik) Giderleri	(\$)	47.601.111	38.376.115	30.699.321	32.536.569
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>57,2</i>	<i>42,8</i>	<i>30,0</i>	<i>30,4</i>
Eskişehir GES Yatırımlarından Tasarruf	(%)	--	--	--	--
Urfa GES Yatırımlarından Tasarruf	(%)	--	--	--	--
-Akaryakıt Giderleri	(\$)	1.623.464	1.308.840	699.441	1.099.370
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>1,95</i>	<i>1,46</i>	<i>0,68</i>	<i>1,03</i>
<i>Değişim - %</i>	<i>(%)</i>	<i>217,5%</i>	<i>-25,1%</i>	<i>-53,3%</i>	<i>50,5%</i>
3.İşçilik Giderleri	(\$)	8.200.103	12.431.681	16.772.083	12.074.116
İşçi Sayısı	(#)	495	574	696	711
Yıllık Ortalama İşçi Gideri	(\$)	16.560	21.652	24.098	16.982
<i>Ortalama ABD Doları /TL Kuru</i>	<i>(TL)</i>	<i>16,59</i>	<i>23,79</i>	<i>32,82</i>	<i>39,51</i>
<i>Asgari Ücret Artışı</i>	<i>(%)</i>	<i>72,0%</i>	<i>80,2%</i>	<i>44,4%</i>	<i>30,9%</i>
4.Ara Malı, Yarı Mamul ve Ekipman Gideri	(\$)	24.631.519	20.453.771	18.399.758	18.084.354
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>4,66%</i>	<i>4,40%</i>	<i>3,58%</i>	<i>3,43%</i>
-Elektrod ve Reflakter Giderleri	(\$)	8.276.289	6.672.361	6.081.880	6.739.714
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>9,9</i>	<i>7,4</i>	<i>5,9</i>	<i>6,3</i>
-Kireç Giderleri	(\$)	2.524.271	2.035.073	2.257.065	2.985.229
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>3,0</i>	<i>2,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,8</i>
-Oksijen-Argon Gaz Giderleri	(\$)	10.533.550	8.492.170	6.589.608	7.683.025
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>12,7</i>	<i>9,5</i>	<i>6,4</i>	<i>7,2</i>
-Makine Kiralama Giderleri	(\$)	245.347	197.799	251.435	367.476
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,29</i>	<i>0,22</i>	<i>0,25</i>	<i>0,34</i>
-Diğer Sarf Malzeme Giderleri	(\$)	3.052.062	3.056.368	3.219.771	308.910
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>3,7</i>	<i>3,4</i>	<i>3,1</i>	<i>0,3</i>
5.Bakım, Onarım Giderleri	(\$)	344.153	186.968	4.789.127	334.154
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,4</i>	<i>0,2</i>	<i>4,7</i>	<i>0,3</i>
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	(\$)	4.896.356	4.906.296	4.325.151	4.115.428
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>0,93%</i>	<i>1,06%</i>	<i>0,84%</i>	<i>0,78%</i>
7.Diğer Üretim Giderleri	(\$)	2.282.238	1.839.945	2.691.149	4.348.369
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>0,43%</i>	<i>0,40%</i>	<i>0,52%</i>	<i>0,82%</i>
-Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	(\$)	18.396	14.831	54.723	114.124
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,02</i>	<i>0,02</i>	<i>0,05</i>	<i>0,11</i>
-Sigorta Giderleri	(\$)	246.277	198.549	471.769	732.632
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,30</i>	<i>0,22</i>	<i>0,46</i>	<i>0,68</i>
-Vergi Resim ve Harç Giderleri	(\$)	1.526.343	1.230.541	1.435.810	1.929.745
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>1,83</i>	<i>1,37</i>	<i>1,40</i>	<i>1,80</i>
-Lojistik ve Nakliye Giderleri	(\$)	420.467	338.981	652.153	1.258.022
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,51</i>	<i>0,38</i>	<i>0,64</i>	<i>1,18</i>
-Diğer Giderler	(\$)	70.755	57.043	76.694	313.845
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,09</i>	<i>0,06</i>	<i>0,07</i>	<i>0,29</i>
B.Satılan Ticari Mal Maliyeti	(\$)	311.319	247.361	22.050.710	13.057.195
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>(%)</i>	<i>0,06%</i>	<i>0,05%</i>	<i>4,29%</i>	<i>2,47%</i>
C.Hizmet ve Diğer Satışların Maliyeti	(\$)	234.403	100.544	118.499	151.500
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>(%)</i>	<i>0,04%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,03%</i>

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 28		Satışların Maliyeti – Projeksiyon						
(ABD Doları)	Birim	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	
Satışların Maliyeti	(\$)	528.747.499	568.709.852	608.895.294	652.881.093	695.973.840	736.244.667	
<i>Net Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>92,3%</i>	<i>91,7%</i>	<i>91,0%</i>	<i>90,6%</i>	<i>90,4%</i>	<i>90,3%</i>	
A.Satılan Mamul Maliyeti	(\$)	514.836.018	556.129.982	598.661.840	642.586.947	684.968.994	724.597.529	
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>90,0%</i>	<i>89,8%</i>	<i>89,5%</i>	<i>89,3%</i>	<i>89,0%</i>	<i>89,0%</i>	
1.Hammadde	(\$)	444.338.790	481.233.197	519.762.568	559.685.265	598.541.330	633.578.634	
-İlk madde ve malzeme Giderleri	(\$)	444.338.790	481.233.197	519.762.568	559.685.265	598.541.330	633.578.634	
Tonaj	(Ton)	1.155.460	1.221.128	1.290.442	1.359.648	1.422.881	1.473.895	
<i>Değişim - %</i>	<i>(%)</i>	<i>8,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,6%</i>	
Birim Maliyet	(\$/Ton)	384,56	394,09	402,78	411,64	420,65	429,87	
<i>Değişim - %</i>	<i>(%)</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	
2.Enerji ve Yakıt Giderleri	(\$)	28.713.861	30.425.537	32.233.608	34.048.024	35.666.498	36.982.310	
-Enerji (Elektrik) Giderleri	(\$)	27.500.617	29.111.554	30.814.423	32.519.832	34.032.211	35.252.356	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>23,8</i>	<i>23,8</i>	<i>23,9</i>	<i>23,9</i>	<i>23,9</i>	<i>23,9</i>	
Eskişehir GES Yatırımından Tasarruf	(%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Urfa GES Yatırımından Tasarruf	(%)	21,7%	21,6%	21,5%	21,3%	21,3%	21,3%	
-Akaryakıt Giderleri	(\$)	1.213.245	1.313.983	1.419.185	1.528.192	1.634.287	1.729.954	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>1,05</i>	<i>1,08</i>	<i>1,10</i>	<i>1,12</i>	<i>1,15</i>	<i>1,17</i>	
<i>Değişim - %</i>	<i>%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,2%</i>	
3.İşçilik Giderleri	(\$)	13.106.958	13.613.981	14.208.358	14.798.461	15.369.243	15.888.553	
<i>İşçi Sayısı</i>	<i>(#)</i>	<i>739</i>	<i>760</i>	<i>782</i>	<i>803</i>	<i>822</i>	<i>836</i>	
<i>Yıllık Ortalama İşçi Gideri</i>	<i>(\$)</i>	<i>17.727</i>	<i>17.904</i>	<i>18.170</i>	<i>18.431</i>	<i>18.707</i>	<i>18.998</i>	
<i>Ortalama ABD Doları /TL Kuru</i>	<i>(TL)</i>	<i>46,97</i>	<i>55,06</i>	<i>63,10</i>	<i>71,20</i>	<i>79,14</i>	<i>86,77</i>	
<i>Asgari Ücret Artışı</i>	<i>(%)</i>	<i>24,1%</i>	<i>18,4%</i>	<i>16,3%</i>	<i>14,5%</i>	<i>12,8%</i>	<i>11,4%</i>	
<i>Refah Payı</i>	<i>(%)</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	
4.Ara Malı, Yarı Mamul ve Ekipman Gid.	(\$)	18.545.130	19.232.772	20.324.466	21.414.460	22.268.081	23.066.450	
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>3,24%</i>	<i>3,11%</i>	<i>3,04%</i>	<i>2,98%</i>	<i>2,89%</i>	<i>2,83%</i>	
-Elektrod ve Reflakter Giderleri	(\$)	6.932.759	7.326.770	7.742.654	8.157.890	8.537.283	8.843.368	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>6,0</i>	<i>6,0</i>	<i>6,0</i>	<i>6,0</i>	<i>6,0</i>	<i>6,0</i>	
-Kireç Giderleri	(\$)	3.004.196	3.052.821	3.226.106	3.399.121	3.557.201	3.684.736	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>2,6</i>	<i>2,5</i>	<i>2,5</i>	<i>2,5</i>	<i>2,5</i>	<i>2,5</i>	
-Oksijen-Argon Gaz Giderleri	(\$)	7.741.581	7.937.334	8.387.875	8.837.714	9.106.436	9.432.925	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>6,7</i>	<i>6,5</i>	<i>6,5</i>	<i>6,5</i>	<i>6,4</i>	<i>6,4</i>	
-Makine Kiralama Giderleri	(\$)	404.411	427.395	451.655	475.877	498.008	515.863	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>	<i>0,35</i>	
-Diğer Sarf Malzeme Giderleri	(\$)	462.184	488.451	516.177	543.859	569.152	589.558	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	
5.Bakım, Onarım Giderleri	(\$)	346.638	366.339	387.133	407.894	426.864	442.168	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	
6.Amortisman ve Tükenme Giderleri	(\$)	5.336.120	6.556.812	6.777.504	6.998.196	7.218.888	7.491.024	
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>0,93%</i>	<i>1,06%</i>	<i>1,01%</i>	<i>0,97%</i>	<i>0,94%</i>	<i>0,92%</i>	
7.Diğer Üretim Giderleri	(\$)	4.448.520	4.701.344	4.968.203	5.234.646	5.478.090	7.148.389	
<i>Mamul Mal Satışlarının %'si</i>	<i>(%)</i>	<i>0,78%</i>	<i>0,76%</i>	<i>0,74%</i>	<i>0,73%</i>	<i>0,71%</i>	<i>0,88%</i>	
-Dışarıdan Sağlanan Fayda & Hizmetler	(\$)	115.546	122.113	129.044	135.965	142.288	368.474	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,25</i>	
-Sigorta Giderleri	(\$)	751.049	793.733	838.788	883.771	924.872	1.105.421	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,65</i>	<i>0,65</i>	<i>0,65</i>	<i>0,65</i>	<i>0,65</i>	<i>0,75</i>	
-Vergi Resim ve Harç Giderleri	(\$)	1.964.282	2.075.918	2.193.752	2.311.402	2.418.897	2.947.789	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>1,70</i>	<i>1,70</i>	<i>1,70</i>	<i>1,70</i>	<i>1,70</i>	<i>2,00</i>	
-Lojistik ve Nakliye Giderleri	(\$)	1.271.006	1.343.241	1.419.487	1.495.613	1.565.169	2.137.147	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>1,10</i>	<i>1,10</i>	<i>1,10</i>	<i>1,10</i>	<i>1,10</i>	<i>1,45</i>	
-Diğer Giderler	(\$)	346.638	366.339	387.133	407.894	426.864	589.558	
<i>Birim Maliyet</i>	<i>(\$/Ton)</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,30</i>	<i>0,40</i>	
B.Satılan Ticari Mal Maliyeti	(\$)	13.747.215	12.402.040	10.041.477	10.087.513	10.783.947	11.413.346	
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>(%)</i>	<i>2,40%</i>	<i>2,00%</i>	<i>1,50%</i>	<i>1,40%</i>	<i>1,40%</i>	<i>1,40%</i>	
C.Hizmet ve Diğer Satışların Maliyeti	(\$)	164.266	177.831	191.978	206.633	220.899	233.792	
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>(%)</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	<i>0,03%</i>	

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Faaliyet Giderleri: İşbu Fiyat Tespit Raporunda Şirketin operasyonlarıyla doğrudan ilişkili olan Genel Yönetim Giderleri ve Pazarlama Giderlerine dair projeksiyon çalışması yapılmıştır. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler kaleminin Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) katkısı sadece Şirket hasılatının %0,3'üne denk gelirken, Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler kaleminin FAVÖK'ü azaltıcı etkisinin Şirket hasılatının %2,5'ine denk geldiği belirlenmiştir. Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler kaleminin 2023-2025 döneminde ortalama %85 oranında Çalışmayan Kısım Gider ve Zararlardan meydana geldiği hesaplanmıştır.

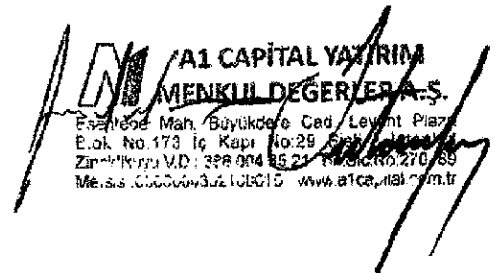
Tablo 29

Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK) – Gerçekleşme

(ABD Doları)	2023	2024	2025
Net Satışlar	465.337.343	513.825.696	528.284.829
Satışların Maliyeti	433.548.946	469.952.166	488.434.264
Brüt Kar/Zarar (1)	31.788.397	43.873.530	39.850.565
Genel Yönetim Giderleri	3.991.223	4.977.272	7.088.669
Pazarlama Giderleri	161.761	573.217	770.859
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0	0
Faaliyet Giderleri (2)	4.152.984	5.550.489	7.859.528
Esas Faaliyetlerden Düzeltilmiş Net Diğer Giderler	10.082.648	11.670.770	11.439.667
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (3)	1.225.830	1.084.883	1.584.472
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (4)	11.308.478	12.755.653	13.024.139
Çalışmayan Kısım Gideri / Zararı (5)	9.728.036	11.137.552	10.796.492
Raporlanan VFÖK (1-2-3+4)	17.552.765	26.652.271	20.551.370
<i>Ciroya Oranı - %</i>	<i>3,8%</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,9%</i>
(+) Çalışmayan Kısım Gideri / Zararı (5)	9.728.036	11.137.552	10.796.492
Düzeltilmiş VFÖK (1-2-3+4+5)	27.280.801	37.789.823	31.347.862
<i>Ciroya Oranı - %</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,4%</i>	<i>5,9%</i>

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirketin faaliyet gideri içindeki en büyük payı 2025 sonu itibarıyla personel giderleri almaktadır. Personel gideri genel yönetim ve pazarlama giderleri toplamının %68,1'ini oluşturmaktadır. Bu kalemlerin dışında, Şirketin başka büyük tutarlı faaliyet gideri bulunmamaktadır.


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levant Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Kat:10
 Ziraatçılar Y.D. : 398 004 85 21 T.C. Tic. Sic. No: 270 89
 Mersis: 080500300100010 www.ai1ca.com.tr

Yatırım harcamaları: İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.4 numaralı bölümünde yer alan Tablo 11'de gösterildiği gibi mamul ürün imalatında kapasite kullanım oranı 2025 sonu itibarı ile %61,6 oranında gerçekleşmiştir. Kapasite Kullanım oranının 2026 yılında %66,2'ye, 2027 yılında %70,2'ye, 2028 yılında %74,5'e, 2029 yılında %78,8'e yükseleceğini öngörmektedir. 2030 yılında %82,7 seviyesinde tahmin edilen kapasite kullanım oranı sanayi sektöründe %85'in üzerinde kalması sürdürülebilir olmadığından, kütük demir üretim kapasitesinde 2031 yılında %5 oranında kapasite artışı öngörülmüş ve bu şekilde kapasite kullanım oranı %83,6 olarak tahmin edilmiştir. Buna ek olarak, projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in yıllık olağan idame ve sabit sermaye yatırımlarına devam edeceği varsayılmıştır. Bu yaklaşım altında 2026-2031 projeksiyon yılları arasında yatırım harcamaları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları - Gerçekleşme			
	2022	2023	2024	2025
Toplam Yatırımlar	9.115.480	6.798.748	9.333.647	18.140.076
<i>Ciro Oranı (%)</i>	1,72%	1,46%	1,82%	3,43%
Bakım Onarım Yatırımları	5.481.092	3.872.909	6.424.370	6.245.826
<i>Ciro Oranı (%)</i>	1,04%	0,83%	1,25%	1,18%
GES Yatırımları	647.296	742.952	397.069	3.238.386
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,12%	0,16%	0,08%	0,61%
Diğer Yatırımlar	2.987.093	2.182.887	2.512.208	8.655.864
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,56%	0,47%	0,49%	1,64%

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

Tablo 33 (ABD Doları)	Yatırım Harcamaları - Projeksiyon					
	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Toplam Yatırımlar	22.425.809	22.425.809	7.425.809	7.425.809	7.425.809	8.197.468
<i>Ciro Oranı (%)</i>	3,92%	3,62%	1,11%	1,03%	0,96%	1,01%
Bakım Onarım Yatırımları	4.865.080	4.865.080	4.865.080	4.865.080	4.865.080	4.865.080
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,85%	0,78%	0,73%	0,68%	0,63%	0,60%
GES Yatırımları	15.000.000	15.000.000	0	0	0	0
<i>Ciro Oranı (%)</i>	2,62%	2,42%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Diğer Yatırımlar	2.560.729	2.560.729	2.560.729	2.560.729	2.560.729	2.560.729
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,45%	0,41%	0,38%	0,36%	0,33%	0,31%
Kapasite Yatırımları	0	0	0	0	0	771.658
<i>Ciro Oranı (%)</i>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%

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. Urfa'da planlanan GES yatırımlarının enerji maliyetleri üzerinden operasyonel karlılığı ve dolayısıyla Firma Değerini artırıcı yönde etkisi bulunmaktadır. Bu nedenle Urfa'da yapılması planlanan GES yatırımı değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir. Ancak, söz konusu yatırım harcamalarının Şirket'tin nakit dengesi üzerinde yol açacağı negatif etki de değerlendirme çalışmasına yansıtılmıştır. Öte yandan, işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.6 numaralı bölümünde de belirtildiği üzere, Eskişehir'de yapılması

planlanan GES yatırımı Yap-İşlet-Devret modeli altında başka bir şirkete ihale edildiğinden ve ihaleyi alan şirketin Eskişehir’de kuracağı GES’i takip eden 10 yıl boyunca işletecek olmasından dolayı değerlendirme modeline dahil edilmemiştir. Urfa’da planlanan GES yatırımının kurulu gücünün yarısının 1. Etapta, kalan yarısının ise 2. Etapta gerçekleştirilmesi öngörülmüştür. 1. Etap GES yatırımı 2025 yılında başlamış olup, 2. Etap GES yatırımı için Şirket farklı finansman yöntemleri üzerindeki çalışmalarına devam ettiğinden henüz planlama yapılmamıştır. Bu nedenle, sadece 1. Etap GES yatırımı değerlendirme modeline dahil edilmiş olup, 2. Etap GES yatırımı dikkate alınmamıştır.

Amortisman Giderleri: 31.12.2025 hesap dönemine ait Özel Bağımsız Denetçi Raporu’nun 2 numaralı dip notunda belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Bu yaklaşım altında amortisman giderinin hasıllata oranı 2022 yılında %0,95, 2023 yılında %1,08 ve 2024 yılında %0,87 ve 2025 yılında %0,81 ile 4.256.795 ABD Doları tutarında gerçekleşmiştir. 2026-2031 projeksiyon döneminde öngörülen olağan sabit sermaye yatırımlarında ekonomik ömür 15 yıl varsayılmıştır. 2025 yılında önceki yıllardan edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklardan kaynaklanan amortisman da projeksiyon çalışmasına eklenmiştir. Ekdemir’e ait amortisman projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(ABD Doları)	2022	2023	2024	2025
Amortisman Gideri	5.018.653	5.007.219	4.448.369	4.256.795
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>0,95%</i>	<i>1,08%</i>	<i>0,87%</i>	<i>0,81%</i>
Devam Eden Faaliyetin Amortismanı	5.018.653	5.007.219	4.448.369	4.256.795
<i>Satışların Maliyeti</i>	<i>4.896.356</i>	<i>4.906.296</i>	<i>4.325.151</i>	<i>4.115.428</i>
<i>Faaliyet Gideri</i>	<i>122.297</i>	<i>100.923</i>	<i>123.218</i>	<i>141.367</i>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

(ABD Doları)	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Amortisman Gideri (a+c)	5.468.063	6.679.330	6.890.598	7.101.866	7.313.133	7.575.845
<i>Ciro Oranı (%)</i>	<i>0,95%</i>	<i>1,08%</i>	<i>1,03%</i>	<i>0,99%</i>	<i>0,95%</i>	<i>0,93%</i>
a) Devam Eden Faaliyetin Amortismanı	3.973.009	3.689.222	3.405.436	3.121.650	2.837.863	2.554.077
<i>Satışların Maliyeti</i>	<i>3.841.066</i>	<i>3.566.704</i>	<i>3.292.342</i>	<i>3.017.981</i>	<i>2.743.619</i>	<i>2.469.257</i>
<i>Faaliyet Gideri</i>	<i>131.943</i>	<i>122.518</i>	<i>113.094</i>	<i>103.669</i>	<i>94.245</i>	<i>84.820</i>
b) Sabit Sermaye Yatırımları	22.425.809	22.425.809	7.425.809	7.425.809	7.425.809	8.197.468
c) Yeni Yatırımların Amortismanı	1.495.054	2.990.108	3.485.162	3.980.216	4.475.270	5.021.768
<i>Yatırım-2026</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>
<i>Yatırım-2027</i>		<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>	<i>1.495.054</i>
<i>Yatırım-2028</i>			<i>495.054</i>	<i>495.054</i>	<i>495.054</i>	<i>495.054</i>
<i>Yatırım-2029</i>				<i>495.054</i>	<i>495.054</i>	<i>495.054</i>
<i>Yatırım-2030</i>					<i>495.054</i>	<i>495.054</i>
<i>Yatırım-2031</i>						<i>546.498</i>

Kaynak: AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

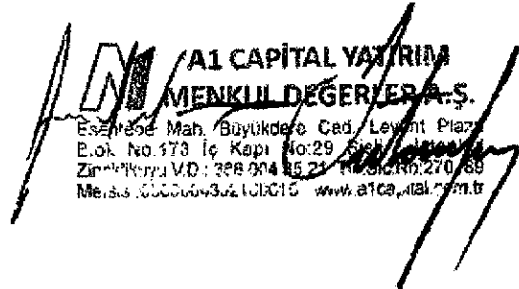
8.3.2.7 FAVÖK Gelişimi

13.02.2026 tarihli Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 28.1 ve 28.2 numaralı dip notlarında "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider" kalemleri detaylandırılarak açıklanmıştır. 2025 yılında 62.489.040 TL olarak gerçekleşen Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler içinde Danışmanlık ve Yansıtma Gelirleri (24.125.179 TL) ile Diğer Olağandışı Gelir ve Karlar (27.224.446 TL) ana gelir kalemleri olarak dikkat çekmiştir. Danışmanlık ve Yansıtma Gelirlerinin Şirket'in ticari faaliyetlerinden kaynaklandığı tarafımızdan değerlendirilmiştir. Diğer Olağandışı Gelir ve Karların ise 25.337.520 TL'lik kısmı 27.05.2025 tarihinde İGA Havalimanı İşletmesi ile imzalanan protokol kapsamında, Eskişehir'de İGA tarafından inşa edilmekte olan GES iletim hattı ve bu hatta ilişkin iletim direklerinin şirket mülkiyetindeki taşınmazlar üzerinde yer alması nedeniyle tahakkuk eden 650.000 USD tutarındaki kullanım tazminatı gelirinden oluşmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu gelir kalemi şirketin olağan ticari faaliyetlerinden elde edilmemiştir.

2023-2025 yılları arasında Şirket'in Esas Faaliyetlerden Diğer Giderlerinin ortalama %85'ini oluşturan "Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları" 6 Şubat 2023 tarihinde merkez üssü Kahramanmaraş olan ve 11 ili etkileyen depremin etkisiyle faaliyet gösterilemeyen günler nedeniyle meydana gelmiştir. 2023 yılında Şirket deprem sebebiyle 25 gün üretime ara vermek zorunda kalmıştır. 2024 ve 2025 yıllarında ise söz konusu gider kalemi deprem sonrası döneme ilişkin olarak üretim tesislerinin bakım-onarım çalışmaları sebebiyle oluşan kapasite dışı sabit giderlerden kaynaklanmıştır. 2024 yılında yaklaşık 60 gün, 2025 yılında ise yaklaşık 45 gün kadar süren revizyon çalışmaları mevcut durum itibarıyla tamamlanmış olup, 2026 yılı ve ilerleyen dönemde Şirket tarafından yalnızca yıllık planlı bakım çalışmalarının yapılması öngörülmekte ve bu sürenin üretim günlerini etkilemeyecek şekilde planlanması hedeflenmektedir. Bu nedenle çalışılmayan kısım giderlerinin 2026 ve ilerleyen yıllarda 2023 yılında meydana gelen deprem ve sonrasındaki revizyon süreçlerinden tamamen ayrışacağı değerlendirilmektedir.

2023 yılına ilişkin çalışmayan kısım giderlerinin, depremin sebep olduğu çalışılmayan günlerden kaynaklanması ve 2024-2025 yıllarında gerçekleştirilen üretim hatlarının revizyon ve bakımı sebebiyle üretim süreçlerinin geçici olarak durdurulması işleminden kaynaklanması sebebiyle, ilerleyen yıllarda tekrarı ve dolayısıyla projeksiyona taşınmasının mümkün olmayan çalışılmayan kısım giderlerinin yapılan FAVÖK hesaplamalarında düzeltilmesi gerektiği değerlendirilmiştir. Dolayısıyla 2023-2025 yılları arasında gerçekleşen çalışılmayan kısım giderlerinin şirketin esas faaliyetinden oluşan hasıllata katkısının olmaması ve üretilen ürünlerin maliyetleriyle ilişkilendirilemeyecek olması sebebiyle, ilerleyen yıllarda da projeksiyona dahil edilmesinin uygun olmadığı değerlendirilmiştir.

Yukarıda yer verilen gerekçelerle, Şirket'in 2023-2025 yılları arasında gerçekleştirmiş olduğu FAVÖK tutarının Şirket'in operasyonel verimliliğini gösterebilmesi amacıyla, kapasite dışı indirekt giderleri ifade eden ve dışsal sebeplerden kaynaklanan çalışılmayan kısım giderlerinin FAVÖK hesaplamasında düzeltilmesinin uygun olacağı değerlendirilmiştir.



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Levant Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Ziraatçılar Yolu M.D: 328 004 35 21 Tic Sic No: 270 88
Meris: 030000434100010 www.aicapital.com.tr

“Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemlerine ilişkin yukarıda açıklanan düzenlemeler tarafımızdan yapıldıktan sonra hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK¹⁷ hesabı değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır. Bu kapsamda, ilk etapta, “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri FAVÖK hesabına dahil edilip, ardından “Çalışmayan Kısım Gider ve Zararları” FAVÖK tutarından düşülmüştür. Bu şekilde hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK rakamı, İNA ve Çarpan Analizinde kullanılarak özsermaye değerine ulaşılmıştır. Yukarıda anlatılan yöntem altında Ekdemir’in “düzeltilmiş” FAVÖK tutarı 31.12.2025 tarihinde 35.604.657 ABD Doları, net satışlara oranı ise %6,7 olarak hesaplanmıştır.

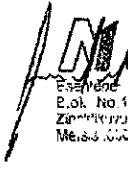
Tablo 36		Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) Gelişmeleri		
(ABD Doları)		2023	2024	2025
Net Satışlar		465.337.343	513.825.696	528.284.829
	<i>Büyüme %</i>	-12,0%	10,4%	2,8%
Satışların Maliyeti (SM)		433.548.946	469.952.166	488.434.264
	<i>SM/Net Satışlar</i>	93,2%	91,5%	92,5%
Brüt Satış Karı		31.788.397	43.873.530	39.850.565
	<i>Brüt Satış Kar/Marjı</i>	6,8%	8,5%	7,5%
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Giderleri (Net)		4.507.596	6.083.707	8.502.703
	<i>% Net Satışlar</i>	1,0%	1,2%	1,6%
Pazarlama Giderleri		161.761	573.217	770.859
	<i>% Net Satışlar</i>	0,0%	0,1%	0,1%
Genel Yönetim Giderleri		3.991.223	4.977.272	7.088.669
	<i>% Net Satışlar</i>	0,9%	1,0%	1,3%
Düzeltilmiş Diğer Esas Faaliyetlerden Gideri (Net)		354.612	533.218	643.175
	<i>% Net Satışlar</i>	0,1%	0,1%	0,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler		1.225.830	1.084.883	1.584.472
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler		11.308.478	12.755.653	13.024.139
	<i>Çalışmayan Kısım Gideri / Zararı</i>	9.728.036	11.137.552	10.796.492
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Karı (VFÖK*)		27.280.801	37.789.823	31.347.862
	<i>Düzeltilmiş VFÖK Marjı</i>	5,9%	7,4%	5,9%
Amortisman		5.007.219	4.448.369	4.256.795
	<i>Amortisman/Net Satışlar</i>	1,1%	0,9%	0,8%
Düzeltilmiş FAVÖK		32.288.020	42.238.192	35.604.657
	<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</i>	6,9%	8,2%	6,7%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

* : Vergi Faiz Öncesi Kar

“Düzeltilmiş” FAVÖK tutarının 2026 – 2031 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. 31.12.2025 tarihli finansal tablolar itibarıyla, %6,7 seviyesinde hesaplanan “Düzeltilmiş FAVÖK” marjının kademeli artışla 2031 yılında %9,3 oranına yükseleceği öngörülmüştür.



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E. Blok No:173 İç Kapı No:25 Kat:5
Zincirlikuyu V.B. 34398 004 İstanbul / Türkiye
Mers: 08030000000000000000 www.aicapital.com.tr

¹⁷ İşbu Fiyat Tespit Raporu’nun 8.3.2.7 numaralı bölümünde açıklandığı üzere FAVOK düzeltilmiştir.

Tablo 37		Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) Projeksiyonları					
(ABD Doları)		2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Net Satışlar		572.800.624	620.101.976	669.431.793	720.536.614	770.281.916	815.238.993
	<i>Büyüme %</i>	8,4%	8,3%	8,0%	7,6%	6,9%	5,8%
Satışların Maliyeti (SM)		528.747.499	568.709.852	608.895.294	652.881.093	695.973.840	736.244.667
	<i>SM/Net Satışlar</i>	92,3%	91,7%	91,0%	90,6%	90,4%	90,3%
Brüt Satış Karı		44.053.125	51.392.124	60.536.498	67.655.522	74.308.076	78.994.326
	<i>Brüt Satış Kar/Marjı</i>	7,7%	8,3%	9,0%	9,4%	9,6%	9,7%
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Giderleri (Net)		8.997.653	9.259.792	9.596.206	9.940.086	10.281.932	10.398.326
	<i>% Net Satışlar</i>	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%
Pazarlama Satış Giderleri		835.888	904.915	976.902	1.051.479	1.124.072	1.124.883
	<i>% Net Satışlar</i>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Genel Yönetim Giderleri		7.515.870	7.655.644	7.864.447	8.076.123	8.289.282	8.384.833
	<i>% Net Satışlar</i>	1,3%	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
Düzeltilmiş Diğer Esas Faaliyet Gideri (Net)		645.895	699.233	754.858	812.484	868.577	888.611
	<i>% Net Satışlar</i>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Karı (VFÖK*)		35.055.472	42.132.331	50.940.292	57.715.435	64.026.144	68.596.000
	<i>Düzeltilmiş (VFÖK) Marjı</i>	6,1%	6,8%	7,6%	8,0%	8,3%	8,4%
Amortisman		5.468.063	6.679.330	6.890.598	7.101.866	7.313.133	7.575.845
	<i>Amortisman/Net Satışlar</i>	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Düzeltilmiş FAVÖK		40.523.534	48.811.662	57.830.890	64.817.301	71.339.277	76.171.845
	<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</i>	7,1%	7,9%	8,6%	9,0%	9,3%	9,3%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar

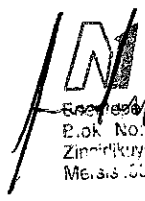
P: Projeksiyon

* : Vergi Faiz Öncesi Kar

8.3.2.8 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2022, 2023, 2024 ve 2025 yıllarına ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Şirket'tin 2022 yılında 32,4 Milyon ABD Doları ve 2023 yılında da 22,8 Milyon ABD Doları tutarında Ticari İşletme Sermayesi "fazlası" gerçekleşirken, 2024 yılında 11,7 Milyon ABD Doları ve 2025 yılında ise 8,9 Milyon ABD Doları tutarında Ticari İşletme Sermayesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Son iki yılda Ticari İşletme Sermayesi ihtiyacının ortaya çıkmasında, Şirket'in az da olsa vadeli satış yapmaya başlaması etkili olmuştur. Stok tutma süresinde 2023 yılına göre anlamlı bir değişiklik olmazken, ticari borç ödeme süresinin 2023 yılına göre 10 gün kadar kısalması da Ticari İşletme Sermayesi ihtiyacının ortaya çıkmasında etkili olmuştur.


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Büyükdere / Mah. Büyükdere Cad. Levent / No:28
 Etiler / Beşiktaş / İstanbul
 P.K. No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Ziraatçılık V.D.: 388 004 35 81 Tic. Sic. No: 272100
 Mersis: 0800004302100010 www.ai-capital.com.tr

Tablo 38 (ABD Doları)	Ticari İşletme Sermayesi			
	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	528.993.529	465.337.343	513.825.696	528.284.829
Satışların Maliyeti (SM)	513.095.161	433.548.946	469.952.166	488.434.264
Ticari İşletme Sermayesi	-32.449.379	-22.836.411	11.673.472	8.938.349
<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>	<i>-47.661.176</i>	<i>9.612.968</i>	<i>34.509.883</i>	<i>-2.735.123</i>
<i>Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	<i>-6,1%</i>	<i>-4,9%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,7%</i>
Ticari Alacaklar	24.649	93.284	5.174.640	12.789.478
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	1	0	2	6
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	335,2	7.891,6	195,1	58,8
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	0,0%	0,0%	1,0%	2,4%
Ticari Borçlar	56.068.654	50.466.506	44.509.014	45.610.848
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	45	45	35	35
Ortalama Borç Devir Hızı	8,07	8,04	10,32	10,43
Ticari Borçlar / SMM	10,9%	11,6%	9,5%	9,3%
Stoklar	49.448.160	44.380.772	64.340.326	45.845.024
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	54	39	42	41
Ortalama Stok Devir Hızı	6,79	9,24	8,65	8,87
Stoklar / SMM	9,6%	10,2%	13,7%	9,4%
Müşterilerden Alınan Avanslar	26.273.564	17.142.053	15.587.573	8.459.345
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	20	17	12	8
Alınan Avans / Net Satışlar	5,0%	3,7%	3,0%	1,6%
Tedarikçilere Verilen Avanslar	420.030	298.092	2.255.093	4.374.040
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	0	0	1	2
Verilen Avans / SMM	0,1%	0,1%	0,5%	0,9%
Nakit Çevirme Süresi (Gün)	-10	-23	-2	7

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

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2023'de 0 gün ve 2024 yılında 2 gün olarak hesaplanırken, 2025 yılında 6 güne yükselmiştir. 2026-2031 projeksiyon dönemi boyunca 2023, 2024 ve 2025 yıllarının ortalaması olan 3 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in stok tutma gün süresi 2023 yılında 39 gün ve 2024 yılında 42 gün olarak hesaplanmıştır. 2025 yılında stok tutma süresi 41 gün olarak hesaplanmıştır. 2026-2031 projeksiyon dönemi boyunca 2023, 2024 ve 2025 yıllarının ortalaması olan 41 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in ticari borç ödeme süresi de 2023'de 45 gün ve 2024 yılında 35 gün olarak belirlenmiştir. 2025 yılında da ticari borç ödeme süresi 35 gün hesaplanmıştır. Şirket, 2026-2031 projeksiyon dönemi boyunca ticari borç ödeme süresini yeniden 40 gün civarına çıkarmayı hedeflemektedir.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2023'de 17 gün ve 2024 yılında 12 gün olarak hesaplanmış olup, 2025 yılında 8 gün olarak belirlenmiştir. Şirket müşterilerden aldığı avans süresini 2026-2031 projeksiyon dönemi boyunca iki haftaya (14 gün) çıkarmayı

hedeflemektedir. Tedarikçilere verilen avans gün süresi de 2023’de ortalama 0 gün ve 2024 yılında 1 gün olarak hesaplanmış olup, 2025 yılında 1 gün olarak belirlenmiştir. 2026-2031 projeksiyon dönemi boyunca 2023, 2024 ve 2025 yıllarının ortalaması olan 1 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 39		Ticari İşletme Sermayesi Gelişimi ve Projeksiyonlar					
(ABD Doları)		2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Ticari İşletme Sermayesi		-16.305.993	-16.811.888	-18.083.896	-19.592.038	-20.982.929	-22.263.936
	/Hasılat	-2,8%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%
Ticari Alacaklar		4.089.379	4.430.383	4.776.146	5.162.276	5.536.829	5.888.549
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	3	3	3	3	3	3
Ticari Borçlar		57.482.959	61.160.306	65.389.896	70.287.193	75.098.396	79.683.134
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	40	40	40	40	40	40
Stoklar		57.235.143	61.752.118	66.080.363	70.998.080	75.897.846	80.588.578
	Stok Çevirme (Gün)	41	41	41	41	41	41
Müşteri Avansları		21.594.794	23.395.538	25.221.406	27.260.447	29.238.348	31.095.677
	Alınan Avans Süresi (Gün)	14	14	14	14	14	14
Tedarikçi Avansları		1.447.238	1.561.454	1.670.897	1.795.246	1.919.140	2.037.749
	Verilen Avans Süresi (Gün)	1	1	1	1	1	1
	Ticari İşletme Sermayesi Değişimi	-25.244.342	-505.895	-1.272.008	-1.508.143	-1.390.891	-1.281.007
	/Hasılat	-4,4%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%

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 indirgemek 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.

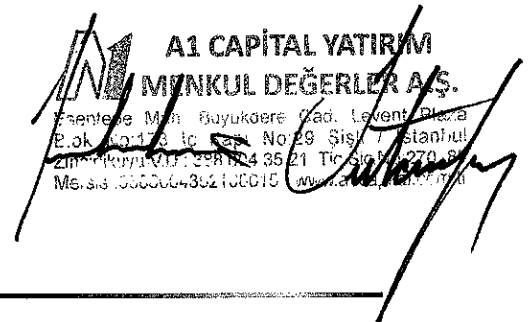
AOSM = Özsermaye Maliyeti * (1 – Finansal Borçluluk Oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Finansal Borçluluk Oranı

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

Özel Bağımsız Denetçi Raporu'nun 2 numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD Dolarıdır ("USD veya \$"). Finansal tablolar, özkaynak kalemleri haricindeki finansal durum tablosu kalemleri için dönem sonu kuru, sermaye ve yasal yedekler TL yasal mevzuata göre, sermaye ve yasal yedekler hariç diğer özkaynak kalemleri için tarihi kurlar ve kar veya zarar tablosu kalemleri için ise ortalama kurlar kullanılarak sunum TL para birimine çevrilmiştir. 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 US900123DP27 ISIN kodlu 12 Şubat 2032 vadeli TURKEY 7 ½ 02/12/32 Corp tanımlı Eurobond seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi olan 19.02.2026'dan bir iş günü öncesinde (18.02.2026) yukarıda tanımı verilen tahvilin piyasa kapanış oranı %5,97 seviyesinde belirlenmiştir. Risksiz faiz oranı, ihtiyatlı bir yaklaşım altında, 2026-2031 dönemi boyunca %6,00 seviyesinde sabit varsayılmıştır.

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 Şubat 2026'de güncellenmiş versiyonuna¹⁸ göre, Türkiye'nin ülke risk primi %3,06 ve sermaye piyasaları risk primi de %4,66 olarak hesaplanmıştır. Bu nedenle, indirgenme oranının belirlenmesinde kullanılan ülke risk primi ihtiyatlılık ilkesi gereğinde tarafımızdan %5,00 seviyesinde varsayılmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türkiye'nin Ülke Risk Primine ilaveten Şirket Risk Primi olarak da 0,5 puanlık bir Spesifik Risk Primi eklenmiştir. Bu şekilde Türk Sermaye Piyasalarının Risk Primi %5,50 olarak hesaplanmış ve 2026-2031 yılları için %5,50 seviyesinde sabit varsayılmıştır. Bu şekilde, Tablo 42'de belirlenen risksiz faiz oranına 2026-2031 projeksiyon dönemi boyunca toplamda 5,50 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.

¹⁸ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/?C=M;O=A>

- Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir.

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: Ekdemir'in 31.12.2025 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre Şirket'in toplam finansal borcu **57.107.911 ABD Doları** olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibarıyla Şirket'in 31.12.2025 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 40
Finansal Borçluluk Durumu

(ABD Doları)	2022	2023	2024	2025
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	23.417.241	4.700.047	35.692.545	52.706.400
<i>Taksitli Krediler</i>	23.415.386	4.699.554	35.690.875	48.369.547
<i>Kredi Kartları</i>	1.855	493	1.670	4.336.853
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0	0
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	0
<i>Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	0	0	0	4.401.511
= Toplam Finansal Borçlar*	23.417.241	4.700.047	35.692.545	57.107.911
Özkaynaklar	270.357.325	322.691.546	322.718.833	334.400.722
Özkaynaklar + Finansal Borçlar Toplamı	293.774.566	327.391.592	358.411.378	391.508.634
Finansal Borçluluk Oranı**	7,97%	1,44%	9,96%	14,59%

Kaynak: Özel Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Finansal Borçların hesaplanmasında Banka Kredileri, Kredi Kartları ve Finansal Kiralama İşlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler dahil edilmiştir.

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

Ekdemir 31.12.2025 tarihi itibarıyla toplam 9.144.986 ABD Doları tutarında nakit ve nakit benzerleri imkanına ek olarak tamamı likit yatırım fonlardan oluşan 39.462.775 ABD Doları tutarında Kısa Vadeli Finansal Varlığı bulunmaktadır. Netice itibarıyla, Şirket 31.12.2025 itibarıyla **8.500.150 ABD Doları** tutarında “net finansal borç” pozisyonundadır.

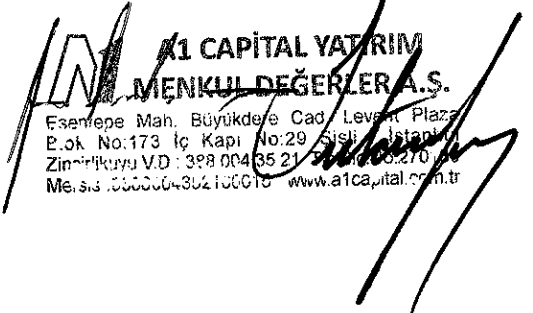
Tablo 41
Net Finansal Borç (Nakit) Pozisyonu

(ABD Doları)	2022	2023	2024	2025
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	23.417.241	4.700.047	35.692.545	52.706.400
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	0	0	0	0
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	0	0	0	4.401.511
= Toplam Finansal Borçlar	23.417.241	4.700.047	35.692.545	57.107.911
<i>Eksi: Nakit Durumu</i>	45.490.624	33.429.998	41.960.331	9.144.986
<i>Artı: Bloke Mevduat</i>	0	2.299.338	0	0
<i>Eksi: Kısa Vadeli Finansal Varlıklar</i>	0	0	0	39.462.775
Net Finansal Borç (Nakit)	-22.073.383	-26.430.613	-6.267.786	8.500.150

Kaynak: Özel Bağımsız Denetçi Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Kurumlar Vergisi: Torba Kanun olarak bilinen 7456 Sayılı 6/2/2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telifisi 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 yayımlanmıştır¹⁹. 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 geçerlidir. 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: 31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket’in kısa vadeli banka kredileri ve banka kredi kartları toplamı 52.706.400 ABD Doları olup, uzun vadeli banka kredisi bulunmamaktadır. Ayrıca, Şirket’in 31.12.2025 itibarıyla Finansal Kiralama İşlemlerinden kaynaklanan 4.401.511 ABD Doları tutarında uzun vadeli finansal borcu bulunmaktadır. Şirket’in kullandığı ABD Doları kredilere ödediği kar payları ve faiz oranları 2025 yılında ortalama %7,35’dir (31 Aralık 2024: %7,67, 31 Aralık 2023: %8,30, 31 Aralık 2022: %4,00). İhtiyatlılık ilkesi gereği Şirket’in ABD Doları cinsi borçlanma maliyeti yukarıda ISIN kodu belirtilen Eurobond faizinin işbu Fiyat Tespit Rapor tarihinden (19.02.2026) bir iş günü önceki (18.02.2026) piyasa kapanış oranının 2 puan üzerinde varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu seviyesinde sabit tutularak AOSM’ye yansıtılmıştır. İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminde (2026 – 2031) AOSM ortalama %10,70 oranında tahmin edilmiştir



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenleme Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E. Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İstanbul
Zincirlikuyu V.D. : 398 004 35 21 P. No: 00.270
Me. Sic. : 3333004302100010 www.a1capital.com.tr

¹⁹ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/07/20230715-2.pdf>

Tablo 42 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)							
AOSM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Faiz Oranı	F	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Spesifik Risk Primi	S	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Türkiye Risk Primi	R	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Beta (β)	B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%	11,50%
Finansal Borçluluk Oranı*	FBO = [D / (D + E)]	14,59%	14,59%	14,59%	14,59%	14,59%	14,59%
AOSM	= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO	10,70%	10,70%	10,70%	10,70%	10,70%	10,70%

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

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

8.3.2.10 İNA Projeksiyonları

Ekdemir'in 01.01.2026 – 31.12.2031 döneminde elde edeceği serbest nakit akımlarının Rapor tarihine (19.02.2026) indirgenmiş tutarlarının toplamı Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerinden 31.12.2025 tarihi itibarıyla Şirket finansal tablolarında yer alan 8.500.150 ABD Doları düzeyindeki “düzeltilmiş net finansal borç” tutarının 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 ABD Doları bazında %2 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 öngörülerini 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. 01.01.2026 – 31.12.2031 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 düzeltilmiş 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 01.01.2026 – 31.12.2031 tahmin dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 44'de gösterilmektedir. Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının 31.12.2025 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 işbu Fiyat Tespit Rapor tarihi (19.02.2026) itibarıyla aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.


Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	İndirgeme Faktörü Hesabı		
		AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
19.02-31.12.2026	315	10,70%	$1/[(1+0,1070)^{(315)/364}]$	0,9158
01.01-31.12.2027	680	10,70%	$1/[(1+0,1070)^{(680)/364}]$	0,8271
01.01-31.12.2028	1.046	10,70%	$1/[(1+0,1070)^{(1.046)/365}]$	0,7473
01.01-31.12.2029	1.411	10,70%	$1/[(1+0,1070)^{(1.411)/364}]$	0,6744
01.01-31.12.2030	1.776	10,70%	$1/[(1+0,1070)^{(1.776)/364}]$	0,6090
01.01-31.12.2031	2.141	10,70%	$1/[(1+0,1070)^{(2.141)/364}]$	0,5500

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 44’de 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 01.01.2026 - 31.12.2031 projeksiyon dönemindeki toplamına (162.972.883 ABD Doları), 2031 yılı sonrası için %2,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (336.098.587 ABD Doları) eklenerek Firma Değerine (499.071.420 ABD Doları) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket’in 8.500.150 ABD Doları olan “düzeltilmiş net finansal borç” pozisyonunu düşüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 490.571.270 ABD Doları olarak hesaplanmaktadır.


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D: 388 004 35 21 Tic Sic No: 270 98
Me.s.s. 0000004302100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 44

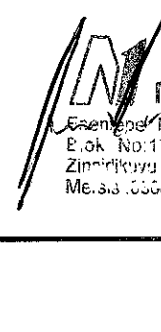
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

(000 ABD Doları)	Gerçekleşme		Projeksiyon					
	2024	2025	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Net Satışlar	513.826	528.285	572.801	620.102	669.432	720.537	770.282	815.239
<i>Yıllık Büyüme</i>	10,4%	2,8%	8,4%	8,3%	8,0%	7,6%	6,9%	5,8%
Satışların Maliyeti (SM)	469.952	488.434	528.747	568.710	608.895	652.881	695.974	736.245
<i>SM /Net Satışlar</i>	91,5%	92,5%	92,3%	91,7%	91,0%	90,6%	90,4%	90,3%
Brüt Kar	43.874	39.851	44.053	51.392	60.536	67.656	74.308	78.994
<i>Brüt Kar Marjı</i>	8,5%	7,5%	7,7%	8,3%	9,0%	9,4%	9,6%	9,7%
Genel Yönetim ve Pazarlama Gideri	5.550	7.860	8.352	8.561	8.841	9.128	9.413	9.510
<i>/ Net Satışlar</i>	1,1%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%
<i>Yıllık Büyüme</i>	33,7%	41,6%	6,3%	2,5%	3,3%	3,2%	3,1%	1,0%
Düzeltilmiş Diğer Esas Faaliyet Gid.(Net)	533	643	646	699	755	812	869	889
<i>/ Net Satışlar</i>	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Düzeltilmiş Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	37.790	31.348	35.055	42.132	50.940	57.715	64.026	68.596
<i>VFÖK Marjı</i>	7,4%	5,9%	6,1%	6,8%	7,6%	8,0%	8,3%	8,4%
Düzeltilmiş FAVÖK	42.238	35.605	40.524	48.812	57.831	64.817	71.339	76.172
<i>Yıllık Büyüme</i>	30,8%	-15,7%	13,8%	20,5%	18,5%	12,1%	10,1%	6,8%
<i>FAVÖK Marjı</i>	8,2%	6,7%	7,1%	7,9%	8,6%	9,0%	9,3%	9,3%
Amortisman Gideri	4.448	4.257	5.468	6.679	6.891	7.102	7.313	7.576
<i>/Net Satışlar</i>	0,9%	0,8%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
Ticari İşletme Sermayesi	11.673	8.938	-16.306	-16.812	-18.084	-19.592	-20.983	-22.264
<i>/Net Satışlar</i>	2,3%	1,7%	-2,8%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	5.175	12.789	4.089	4.430	4.776	5.162	5.537	5.889
<i>Ort. Tahsilat Süresi (Gün)</i>	2	6	3	3	3	3	3	3
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	44.509	45.611	57.483	61.160	65.390	70.287	75.098	79.683
<i>Ort. Ödeme Süresi (Gün)*</i>	35	35	40	40	40	40	40	40
Stoklar	64.340	45.845	57.235	61.752	66.080	70.998	75.898	80.589
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	42	41	41	41	41	41	41	41
Müşterilerden Alınan Avans	15.588	8.459	21.595	23.396	25.221	27.260	29.238	31.096
<i>Alınan Avans Süresi (Gün)</i>	12	8	14	14	14	14	14	14
Tedarikçilere Verilen Avans	2.255	4.374	1.447	1.561	1.671	1.795	1.919	2.038
<i>Verilen Avans Süresi (Gün)</i>	1	2	1	1	1	1	1	1
İşletme Sermayesi Değişim	34.510	-2.735	-25.244	-506	-1.272	-1.508	-1.391	-1.281
<i>/Net Satışlar</i>	6,7%	-0,5%	-4,4%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Yatırım Harcamaları	9.334	18.140	22.426	22.426	7.426	7.426	7.426	8.197
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	1,8%	3,4%	3,9%	3,6%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%
-Bakım Onarım Yatırımları	6.424	6.246	4.865	4.865	4.865	4.865	4.865	4.865
-GES Yatırımları	397	3.238	15.000	15.000	0	0	0	0
-Diğer Yatırımlar	2.512	8.656	2.561	2.561	2.561	2.561	2.561	2.561
-Kapasite Yatırımları	0	0	0	0	0	0	0	772
Vergi			8.764	10.533	12.735	14.429	16.007	17.149
Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)			34.578	16.359	38.942	44.471	49.298	52.106
<i>AOSM</i>			10,70%	10,70%	10,70%	10,70%	10,70%	10,70%
<i>İndirgeme Katsayısı</i>			0,9158	0,8271	0,7473	0,6744	0,6090	0,5500
İndirgenmiş Nakit Akımları			31.667	13.530	29.102	29.990	30.024	28.660
Toplam İndirgenmiş S.N.A (2026-2031) :	162.973							

Kaynak : AI Capital Yatırım Hesaplamalar

*:Stoklardaki değişim SM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon



AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Etiler Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 E.Ş.K No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Ziraatçılar V.D : 388 004 35 21 Tic Sic No:270.889
 Mersis:0800004302100015 www.aicapital.com.tr

Tablo 45		İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (000 ABD Doları)		
Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar	
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	A	76.172 – 17.149	59.023	
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	B	59.023 * (1+ 2,0%)	60.203	
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	C	8.197 * (1+ 2,0%)	8.361	
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	D	-1.281 * (1+ 2,0%)	-1.307	
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	E	B – C – D	53.148	
AOSM @2031	F	AOSM Formülü	10,70%	
Terminal Büyüme Oranı	G	Varsayım	2,0%	
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	E * [1/(F - G)]	611.061	
İndirgeme Oranı@2031	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/364}]$	0,5500	
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	H * I	336.099	
01.01.2026 – 31.12.2031 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	162.973	
Firma Değeri (19.02.2026)	L	J+ K	499.071	
Toplam Finansal Borç (31.12.2025)	M	Bilanço Verisi	57.108	
Nakit ve Nakit Benzerleri (31.12.2025)	N	Bilanço Verisi	48.608	
İNA Özsermaye Değeri (19.02.2026)	P	L-(M-N)	490.571	

Kaynak : A1 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.

Ekdemir'in 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. (KRDMD.IS), Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (KCAER.IS), İskenderun Demir ve Çelik A.S. (ISDMR.IS) ve Koç Metalurji A.Ş. (KOCMT.IS) olarak tespit edilmiştir. Ayrıca, Şirket'in faaliyet gösterdiği Metal Ana Sektörü (XMANA) ile İmalat Sektörünü (İMALAT) kapsayan Yurtiçi Sektör Çarpanları da değerlendirilmesinde incelenmiştir. 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 (19.02.2026) bir işgünü önce (18.02.2026) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanc

Bu yöntem altında Metal Ana Sektörü ile İmalat Sektörü için Finnet Elektronik Veri Tabanından çekilen veriler dört dörttebirliklere (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. Eliminasyon sonrası XMANA Sektör Çarpanları Tablo 44’de gösterilmektedir. Sektör endeksi içinde yer almasına rağmen EREGL, ISDMR ve BRSAN’a 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	11,90	1,33	24,32	1,34
İmalat Sanayi	İMALAT	14,42	1,42	23,77	1,91
Ortalama		13,16	1,38	24,04	1,62

Kaynak : Finnet, 18.02.2026 tarihli piyasa kapanış verileri, AI 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 aşağıdaki Tablo’da yer almaktadır.

Parametreler (31.12.2025)	(ABD Doları)
Düzeltilmiş FAVÖK	35.604.657
Net Finansal Borç / (Nakit)	8.500.150
Net Satışlar	528.284.829
Özkaynaklar	334.400.722
Net Kar (Ana Ortaklık)	11.316.484
Ödenmiş Sermaye (Nominal TL)	280.000.000

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

31.12.2025 tarihli “düzeltilmiş” FAVÖK tutarının Tablo 45’de hesaplanan FD/FAVÖK çarpanı ile çarpımından elde edilen değerden, 31.12.2025 tarihli net finansal borç tutarı olan 8.500.150 ABD Dolarının düşülmesiyle “hedef piyasa” değerine ulaşılmıştır. Tablo 45’de yer alan FD/S çarpanı ile 31.12.2025 tarihli Net Satış tutarının çarpımından elde edilen tutardan 31.12.2025 tarihli net finansal borç tutarının çıkarılmasıyla “hedef piyasa” değerlerine

ulaşmıştır. F/K çarpanı ile 31.12.2025 tarihli ana ortaklığa ait Net Kar tutarının çarpımı üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmıştır. Son olarak, Tablo 45’de yer alan PD/DD çarpanı ile 31.12.2025 tarihli bilançoda yer alan 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 ve FD/S çarpanları olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. Bu noktada, Ekdemir’in operasyonel karının çok yüksek oranda üretimden yapılan satışlardan oluştuğu tarafımızca dikkate alınmıştır. Şirket’in sermaye yoğun üretim tesislerinden kurulu olması, diğer sektörlerde göre ilk yatırım maliyeti yüksek olması, üretim süreçlerinin kesintisiz ve ürün miktarlarının büyük ölçekli olması ve ayrıca üretim tesislerinde orta-yüksek derecede teknolojinin kullanılması gibi unsurlardan dolayı PD/DD çarpanının Şirket’in operasyonel değerini yansıttığı değerlendirilmiştir. Ayrıca, ticari mal faaliyetinin hasılat içindeki payının çok sınırlı olmasına ve Şirket’in net faiz gelir elde etmemesine rağmen, son beş yılda fonksiyonel para birimi olan ABD Doları bazında istikrarlı şekilde net kar sağlanmıştır. Bu nedenlerden ötürü, F/K çarpanı ile hesaplanan özsermaye değerinin çarpan analizine dahil edilmesi uygun görülmüştür. Sonuç olarak, çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanlarına yer verilmiştir.

XMANA ve İMALAT sektör endekslerini kapsayan Yurt İçi Sektör Çarpan Analizinde eşit oranda ağırlıklandırılan FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri **510.623.204 ABD Doları** olarak hesaplanmaktadır.

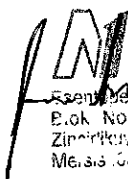
Tablo 49

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi (ABD Doları)

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç / (Nakit)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	13,16	35.604.657				8.500.150	25,00%	114.994.890
FD/S	1,62			528.284.829		8.500.150	25,00%	212.354.842
F/K	24,04		11.316.484				25,00%	68.018.743
PD/DD	1,38				334.400.722		25,00%	115.254.728
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								510.623.204

Kaynak : Finnet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: Eliminasyon sonrası BIST Metal ve İmalat Sektör aritmetik ortalaması, 18.02.2026 tarihli piyasa kapanış verileri

 **AI CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 E.Çk No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Ziraatçılar Y.D. : 398 004 35 21 Tic Sic.No:270189
 Me.sis : 0000004302100010 www.ai-capital.com.tr

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 ve piyasa değeri büyüklüğüne göre seçilmiştir. Piyasa değeri 5 milyar ABD Dolarının üzerinde olan yurt dışı benzer firmalar çarpan analizine dahil edilmemiştir.

Tablo 50 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-kirışler, 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, kiris 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, ağlar ve diğer işlenmiş filmaşın ürünleri üretmektedir.
15. Yamato Kogyo Co., Ltd.	Japonya	5444 JP Equity	Yamato Kogyo Co., Ltd demiryolu ve çelikle 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 filmaşınler, demiryolu rayları ve tekerlekleri, profiller, inşaat demirleri, yuvarlak çubuklar, kütükler, eşit ve eşit olmayan köşebentler, maden desteği için Gİ ve TH kesitler, platinalar, blumlar, pik demir ürünleri, kok ve kok ile ilgili ürünler, granül patlatma işlemleri yer almaktadır.
21. Kocaeli Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	KCAER.TI Equity	Kocaeli Çelik Sanayi Ve Ticaret Anonim Şirketi, demir-çelik ürünleri üretmektedir. Şirket çelik çubuklar, köşebentler, kirisler, 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 krom alaşımları ve yüksek karbonlu çelik gibi çeşitli kütükler de sağlıyor.
23. Koç Metalurji A.Ş.	Türkiye	KOCMT.TI Equity	Koç Metalurji A.Ş., haddehane ve çelikhane tesislerinde her nevi yuvarlak, yassı mamul, levha, rulo, sac, 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 yapmaktadır. Şirket, 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 yapmaktadır.

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 51 Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi

Benzer Firmalar	Piyasa Değeri*	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
SIMECB MM Equity	5.185	8,78	1,40	8,12	1,66
ICHB MM Equity	4.449	9,28	1,24	39,62	1,73
004020 KS Equity	3.221	6,88	0,24	15,56	0,55
2014 TT Equity	826		2,08		1,77
2015 TT Equity	1.240	9,84	1,78	16,63	1,22
2006 TT Equity	1.666	8,28	1,61	11,77	1,03
9957 TT Equity	523	25,34	1,19		1,29
STLN SW Equity	61				
2031 TT Equity	407	21,57	1,10	16,61	1,33
2029 TT Equity	222	6,98	0,71	20,82	0,32
ESRS EY	1.612	4,47		35,88	0,77
CORAREII PE Equity	598	4,29	0,51	5,30	0,67
5449 JP Equity	714	11,98	0,71	34,25	1,04
5444 JP Equity	5.102	31,29	1,44	16,90	3,72
2010 TT Equity	462	10,06	1,18	10,15	0,82
2028 TT Equity	194	17,35	1,30	82,49	1,00
IZMDC	270	11,84	0,66	9,21	0,68
KRDMD	810	9,63	0,57	0,00	0,87
KCAER	498	12,65	1,91	42,84	1,34
ISDMR	2.952	9,58	0,88	21,29	0,99
KOCMT	163	11,96	0,61	0,00	0,30
Medyan	714	9,84	1,18	16,63	1,00

Kaynak : Bloomberg, 19.02.2026 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 FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları dikkate alınmıştır. Bloomberg Terminal'inden seçilen benzer şirketler örnekleme kümesinde 22 gözlem değeri bulunmaktadır. Üç değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek medyan değer kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpan ile 8.3.3.1 numaralı bölümde hesaplanan 31.12.2025 tarihli finansal tablo dönemine ilişkin "düzeltilmiş" FAVÖK tutarı çarpılıp 31.12.2025 tarihli "net finansal borç" tutarı düşülerek hedef özsermaye değeri elde edilmiştir. FD/S çarpanı ile 31.12.2025 tarihli finansal tablo dönemine ilişkin Net Satışlar tutarı çarpılıp 31.12.2025 tarihli "net finansal borç" tutarı düşülerek hedef özsermaye değeri elde edilmiştir. F/K çarpanı 31.12.2025 tarihli finansal tablo dönemine ilişkin Net Kar tutarı ile çarpılarak hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. Ve son olarak PD/DD çarpanı ile 31.12.2025 tarihli finansal tablo dönemine ilişkin Özkaynaklar tutarı çarpılarak hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları altında hesaplanan özsermaye değerleri eşit oranda ağırlıklandırıldıktan sonra yurt içi ve yurt dışı karşılaştırılabilir şirketlerin çarpan analizi ile ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri **361.105.084 ABD Doları** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 52
Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi (ABD Doları)

Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	9,84	35.604.657				8.500.150	25,00%	85.462.419
FD/S	1,00			528.284.829		8.500.150	25,00%	129.946.170
F/K	16,63		11.316.484				25,00%	47.048.282
PD/DD	1,18				334.400.722		25,00%	98.648.213
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								361.105.084

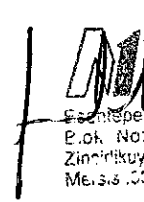
Kaynak : Bloomberg, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: 19.02.2026 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, Ekdemir'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, FD/S, F/K ve PD/DD oranları kullanılarak değer tespiti yapılmıştır.

Bu şekilde, değerlendirme çalışmamızda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemini ve Çarpan Analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA yöntemi %50 ve Piyasa Çarpanları yöntemi de %50 oranında ağırlıklandırılarak hesaplanan özsermaye değerine **463.217.707 ABD Doları** halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama Özsermaye Değeri işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden (19.02.2026) bir işgünü önce (18.02.2026) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru (43,6747) ile çarpılarak halka arz öncesi hedef özsermaye (piyasa) değeri **20.230.894.385 TL** olarak tahmin edilmiştir. Bu değer, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (280.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" 72,25 TL olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %37,72 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına halka arz fiyatı **45,00 TL** olarak tahmin edilmiştir.


**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 E Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / Beşiktaş / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 T.C. Sic.No:270189
 Mersis: 0803004302100015 www.a1capital.com.tr


Tablo 53-a / Değerleme Sonucu	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (ABD Doları)	499.071.420		
- Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)	-8.500.150		
<i>Nakit Durumu (ABD Doları)</i>	48.607.761		
<i>Finansal Borç (ABD Doları)</i>	-57.107.911		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	490.571.270	50,00%	245.285.635
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
2.1-Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	13,16		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	459.979.561	6,25%	28.748.723
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	35.604.657		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	468.479.711		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
FD/S Çarpan (x)	1,62		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	849.419.368	6,25%	53.088.710
<i>Satışlar (ABD Doları)</i>	528.284.829		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	857.919.518		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
F/K Çarpan (x)	24,04		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	272.074.971	6,25%	17.004.686
<i>Net Kar (ABD Doları)</i>	11.316.484		
PD/DD Çarpan (x)	1,38		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	461.018.914	6,25%	28.813.682
<i>Net Defter Değeri (ABD Doları)</i>	334.400.722		
2.2-Karşılaştırılabilir Firmalar Çarpan Analizi			
FD/FAVÖK Çarpan (x)	9,84		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	341.849.675	6,25%	21.365.605
<i>Düzeltilmiş FAVÖK (ABD Doları)</i>	35.604.657		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	350.349.825		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
FD/S Çarpan (x)	1,00		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	519.784.679	6,25%	32.486.542
<i>Satışlar (ABD Doları)</i>	528.284.829		
<i>Firma Değeri (ABD Doları)</i>	528.284.829		
<i>Net Nakit / (Borç) (ABD Doları)</i>	-8.500.150		
F/K Çarpan (x)	16,63		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	188.193.130	6,25%	11.762.071
<i>Net Kar (ABD Doları)</i>	11.316.484		
PD/DD Çarpan (x)	1,18		
- Özsermaye Değeri (ABD Doları)	394.592.852	6,25%	24.662.053
<i>Net Defter Değeri (ABD Doları)</i>	334.400.722		

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 53-b Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri	490.571.270	50,00%	245.285.635
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri	435.864.144	50,00%	217.932.072
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (ABD Doları)		100,00%	463.217.707
<i>TCMB USD/TL Döviz Alış Kuru (15:30 @ 18.02.2026)</i>			43,6747
Halka Arz Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (TL)			20.230.894.385
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			280.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			72,25
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			12.600.000.000
<i>İskonto Oranı (%)</i>			37,72%
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			45,00

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.


AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. : 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270 899
Me. Sic. 0620004302100015 www.aicapital.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, 19.02.2026

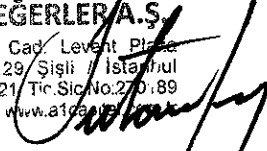

Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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 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.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E.ö.k. No:173 İç Kapı No:29/Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 398 004 35 21/ Tic.Sic.No:270189
Mers:081000004302100015 www.a1ca.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, 19.02.2026

Konu : Yetkinlik Beyanı

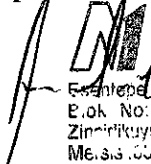
Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 19.02.2026 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel 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
E.ö.k. No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D: 328 004 35 21 Tic. Sic. No: 27 99 99
Mec. sis. 0000004302100015 www.a1capital.com.tr

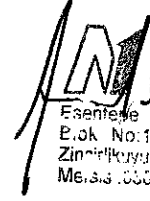
Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı

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	29.12.2027	307458	Aktif Lisans

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
E Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İstanbul
Zincirlikuyu V.D : 398 004 35 21 / Tic Sic No:270 / 08
Mer.Sis : 05550064302100015 www.a1capital.com.tr