

KARDEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
21 Temmuz 2026

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“İntegral Yatırım”) tarafından, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“A1 Capital”), Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Vakıf Yatırım”) ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Ziraat Yatırım”), yetkili aracı kurum olduğu Kardemir Çelik Sanayi Anonim Şirketi (kısaca, “Kardemir Çelik” veya “İhraççı” veya “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

KARDEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Kardemir Çelik Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Kardemir Çelik Sanayi A.Ş. ve ortakları
Halka Arz Tarihleri	22 - 23 - 24 Temmuz 2026
Halka Arz Fiyatı	35,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	720.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	830.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	15,42%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	128.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %40 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı %30 Yüksek Başvurulu Yatırımcı %10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı %20
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Borsa Kodu	KARCL
Konsorsiyum Liderleri	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Kardemir Çelik İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Kardemir Çelik, 1986 yılında Denizli’de kurulmuş ve aynı yıl profil demir üretimine başlamıştır. Şirket, 1997’de İzmir Aliğa’daki ince profil üretim tesisini, 2003’te ise büyük ebat profil üretim tesisini faaliyete geçirerek üretim kapasitesini genişletmiştir. 2008-2010 döneminde tesislerde modernizasyon ve revizyon yatırımları yapılmış, 2012’de ise Bozyaka RES Enerji Üretim Tesis devreye alınmıştır.

Şirket, 2018 yılında önemli bir yeniden yapılanma sürecine girerek tür ve unvan değişikliğine gitmiş, sermayesini artırmış ve iştiraki olan Şirket Kozan Demir Çelik’i devralmıştır. Aynı dönemde Aliğa Çelikhane Üretim Tesis yatırımını başlatılmış ve tesis 2022’de faaliyete geçmiştir. Bunu takiben 2022’de hava ayırıştırma ve karbon üretim tesisleri, 2023’te ise filmaşın ve inşaat demiri üretim tesisi devreye alınmıştır. Bu yatırımlarla birlikte şirket, profil demirin yanı sıra çelik kütük, filmaşın ve inşaat demiri üretimi yapan daha entegre bir yapıya ulaşmıştır.

Şirket sermayesi yıllar içinde yapılan artışlarla 720 milyon TL’ye yükselmiştir. 2024 yılında Kardemir Dış Ticaret A.Ş.’nin sermayesindeki payların tamamının devralınmasıyla bu şirket bağlı ortaklık haline gelmiştir. Kardemir Çelik, 2024 yılı verilerine göre ISO 500 listesinde 95’inci, EBSO Ege Bölgesi’nin En Büyük 100 Kuruluşu listesinde ise 9’uncu sırada yer almıştır.

Şirketin Faaliyetleri

Şirket; demir-çelik hammaddeleri ile mamullerinin üretimi, alım-satımı, ithalatı ve ihracatı etrafında şekillenmektedir. Şirket; kütük demir, inşaat demiri, filmaşın, sıcak haddelenmiş profil demirleri, benzeri çelik ürünleri ve yarı mamullerin üretimini gerçekleştirmekte, bu ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlamasını yapmaktadır. Üretim faaliyetleri kapsamında haddehane, çelikhane, izabe ocağı, dökümhane, demir çekme ve konstrüksiyon tesisleri kurma ve işletme yetkisine sahiptir.

Şirket ayrıca üretimde kullanılan hurda demir, ferro alyaj, kimyasal maddeler, elektrot, refrakter ve benzeri girdilerin tedarikini ve ticaretini yapabilmektedir. Çelikhane operasyonlarını desteklemek amacıyla oksijen, karbon ve yardımcı üretim tesisleri kurabilir; atık depolama, cüruf geri kazanım ve geri dönüşüm tesisleriyle üretim atıklarını yeniden ekonomiye kazandırabilir.

Faaliyet kapsamı yalnızca üretimle sınırlı olmayıp elektrik üretimi ve satışı, enerji tesislerinin kurulması ve işletilmesi, lojistik, nakliye, tahmil-tahliye, depolama, liman hizmetleri ile yurt içi ve yurt dışında depo ve mağaza kurulmasını da içermektedir. Bu geniş faaliyet alanı, şirketin demir-çelik üretiminde hammaddeden nihai ürüne, enerjiden lojistiğe kadar uzanan entegre bir iş modeline sahip olduğunu göstermektedir.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)
Tevfik Önder KARALP	A	73.440.000	10,20%	A	73.440.000	8,85%
	B	293.760.000	40,80%	B	284.760.000	34,31%
Özge YASTI	A	35.280.000	4,90%	A	35.280.000	4,25%
	B	141.120.000	19,60%	B	136.620.000	16,46%
Özlem BAKIREL	A	35.280.000	4,90%	A	35.280.000	4,25%
	B	141.120.000	19,60%	B	136.620.000	16,46%
Halka Açık	B	-	-	B	128.000.000	15,42%
Toplam		720.000.000	100,00%		830.000.000	100,00%

Kaynak: Kardemir Çelik İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço	2023/12	2024/12	2025/12	2026/03
Dönen Varlıklar	5.370.329.261	7.218.326.368	8.857.812.545	9.821.617.253
Duran Varlıklar	11.732.517.010	14.737.679.830	19.381.687.835	21.049.166.381
Toplam Varlıklar	17.102.846.271	21.956.006.198	28.239.500.380	30.870.783.634
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.207.901.931	7.125.287.341	10.123.837.664	10.288.515.547
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.005.127.359	6.311.399.787	7.723.068.808	8.895.519.472
Toplam Özkaynaklar	6.889.816.981	8.519.319.070	10.392.593.908	11.686.748.615

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2023/12	2024/12	2025/12	2025/03	2026/03
Hasılat	12.739.656.964	20.249.965.885	22.971.910.492	6.123.614.231	6.617.483.449
Satışların Maliyeti (-)	-10.952.198.671	-17.632.253.465	-19.519.309.504	-5.253.740.779	-5.753.349.879
Brüt Kar / Zarar	1.787.458.293	2.617.712.420	3.452.600.988	869.873.452	864.133.570
Esas Faaliyet Karı / Zararı	1.267.182.835	1.730.837.017	2.438.873.112	536.519.449	505.788.448
Vergi Öncesi Kar	925.283.939	1.681.427.453	1.079.635.254	207.929.998	-27.996.044
Ana Ortaklık Net Kar	1.449.695.122	1.428.579.987	1.032.787.892	210.025.630	35.218.633

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı
Hammadde Tedariki ve İşletme Sermayesi İhtiyacının Finansmanı	90%
Yenilenebilir Enerji Yatırımları	4%
Üretim Tesisi Yatırımlarının Finansmanı	6%
Toplam	100%

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemleri kullanılmıştır.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kapsamında Şirket için Projeksiyon Dönemi'ne ilişkin serbest nakit akımları ile Devam Eden Değer (Terminal Değer) hesaplanmıştır. Bu kapsamda, projeksiyon dönemine ait nakit akımlarının bugünkü değerleri toplamı 363.280.138 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Devam eden değer hesaplamasında, uzun dönem büyüme oranı olarak ABD ekonomisine ilişkin uzun vadeli enflasyon beklentileri dikkate alınmış olup, ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde Devam Eden Değer Büyüme Oranı %2 olarak esas alınmıştır. Bu doğrultuda, %2'lik büyüme oranı kullanılarak hesaplanan Devam Eden Değer 1.444.696.196 ABD Doları seviyesinde oluşmuş, söz konusu değer bugünkü değeri ise 687.833.490 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Projeksiyon dönemi nakit akımlarının bugünkü değeri ile Devam Eden Değer'in bugünkü değerinin toplamı sonucunda Şirket için 1.051.113.627 ABD Doları firma değerine ulaşılmıştır. Bu değerden, 31.03.2026 tarihi itibarıyla 286.564.791 ABD Doları seviyesindeki net borcun düşülmesi sonucunda Şirket'in özsermaye değeri 764.548.836 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İNA analizi sonucunda ulaşılan özsermaye değeri, Şirket'in finansal verilerinin esas alındığı 31.03.2026 tarihi itibarıyla tespit edilmiştir. Ancak işbu fiyat tespit raporunun hazırlanma tarihi 04.06.2026 olduğundan, değerlendirme sonucunun rapor tarihi itibarıyla ekonomik gerçekliği yansıtabilmesi amacıyla söz konusu özsermaye değerinin rapor tarihine taşınması gerekli görülmüştür. Bu kapsamda, 31.03.2026 tarihi itibarıyla hesaplanan özsermaye değeri, ilgili döneme ait özsermaye maliyeti dikkate alınarak 65 günlük süre için bugüne indirgenmiş ve 04.06.2026 tarihi itibarıyla Şirket'in özsermaye değerinin bugünkü değeri 780.967.936 ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İNA (USD)	2026T*	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış gelirleri (net)	555.644.771	671.945.810	808.320.281	889.392.006	958.405.029	1.033.673.535	1.114.737.192	1.202.505.668	1.297.562.929
Büyüme	4,6%	20,9%	20,3%	10,0%	7,8%	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%
FVÖK	45.435.629	65.250.090	93.437.842	107.935.918	119.536.322	132.397.910	146.759.993	149.409.040	157.948.424
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kar	34.076.721	48.937.568	70.078.382	80.951.939	89.652.241	99.298.433	110.069.995	112.056.780	118.461.318
FAVÖK	57.172.465	79.486.926	110.174.679	127.172.755	141.273.158	156.634.746	173.496.829	178.645.876	189.685.260
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	12.548.396	17.062.896	38.998.929	60.810.380	73.834.199	84.969.423	97.337.843	95.648.916	104.984.422
İskonto Faktörü	0,97x	0,89x	0,82x	0,75x	0,68x	0,62x	0,57x	0,52x	0,48x
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	12.132.171	15.248.265	31.853.307	45.395.597	50.376.470	52.986.714	55.477.923	49.825.617	49.984.074

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

*2026 yılı son 9 aylık tahminlemeyi içermektedir.

İNA Analizi Sonucu	ABD Doları
Projeksiyon Dönemi Firma Değeri	363.280.138
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	2%
Devam Eden Değer	1.444.696.196
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri	687.833.490
Firma Değeri	1.051.113.627
Net Borç (31.03.2026 itibarıyla)	286.564.791
Özsermaye Değeri	764.548.836
Özsermaye Değerinin Bugünkü Değeri	780.967.936
DEĞERLEME TARİHİ	04.06.2026
TESPİT EDİLEN ÖZSERMAYE DEĞERİNİN TARİHİ	31.03.2026
Fark Gün Sayısı	65
Takvim Günü	360

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, Çarpan Analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiş olup, Çarpan Analizi kapsamında Şirket'in operasyonel kâr performansını yansıtmaya sebebiyle "FD/FAVÖK" çarpanının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

Çarpan analizinde, uç değerler dışlandıktan sonra piyasa uygulamalarında yaygın olarak kullanılan değerlendirme yaklaşımı doğrultusunda yurt içi ve yurt dışı benzer şirket verileri dikkate alınmıştır. Kullanılan çarpanların hesaplanmasında, şirket bazlı sapmaların ve aşırı değerlerin etkisini azaltmak amacıyla uç değerler hariç tutularak ortalama değerler esas alınmış, yurt içi ve yurt dışı benzer şirket grupları eşit ağırlıkla değerlendirmeye alınmıştır.

FD/FAVÖK çarpanı, şirketlerin operasyonel karlılığını esas alan ve sermaye yapısından bağımsız olarak faaliyet performansını ölçmeye imkân sağlayan temel değerlendirme rasyolarından biridir. Demir-çelik sektöründe faaliyetlerin döngüsel yapısı, emtia fiyatlarındaki dalgalanmalar ve kârlılık volatilitesi

dikkate alındığında, FD/FAVÖK çarpanı piyasa katılımcıları tarafından en güvenilir operasyonel değerlendirme göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir.

Bu kapsamda, yurt içi benzer şirketler için FD/FAVÖK çarpanı 14,1x, yurt dışı benzer şirketler için ise 15,5x olarak hesaplanmıştır. Söz konusu çarpanlara eşit ağırlık verilmesi sonucunda ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK çarpanı 14,8x olarak belirlenmiştir.

Şirket'in son 12 aylık FAVÖK'ü 59.510.529 ABD Doları olup, kullanılan 14,8x FD/FAVÖK çarpanı doğrultusunda Şirket'in Firma Değeri 878.549.521 ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Bu değerden, 31.03.2026 tarihi itibarıyla 286.564.791 ABD Doları seviyesindeki net borcun düşülmesi sonucunda Şirket'in özsermaye değeri 591.984.730 ABD Doları olarak hesaplanmaktadır.

Bu kapsamda, şirket değerlemesinde faaliyet performansını doğrudan yansıtan ve şirketlerin sermaye yapısından bağımsız olarak karşılaştırılmasına imkan sağlayan FD/FAVÖK çarpanının sağlıklı bir değerlendirme göstergesi sunduğu değerlendirilmiştir. Buna göre, FD/FAVÖK çarpan analizi kapsamında Kardemir Çelik Sanayi A.Ş. 'nin nihai özsermaye değeri 591.984.730 ABD Doları olarak takdir edilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	14,1x	50%
Yurt dışı	15,5x	50%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	14,8x	100%
FAVÖK (Son 12 Aylık) - USD	59.510.529	
Firma Değeri - USD	878.549.521	
Net borç (31.03.2026 itibarıyla) - USD	286.564.791	
Özsermaye Değeri - USD	591.984.730	

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

6.3 Sonuç

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Kardemir Çelik- Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	780.967.936	50%
Çarpan Analizi	591.984.730	50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)	686.476.333	100%
USD/TL*	45,8873	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	31.500.545.447	

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

Kardemir Çelik- Değerleme Sonuç

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	31.500.545.447
Ödenmiş Sermaye (TL)	720.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	43,75
Halka Arz İskonto Oranı	20%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	25.200.436.358
Halka Arz Fiyatı (TL)	35,00

Kaynak: Kardemir Çelik Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde gerçekleştirilen projeksiyonların detaylı bir çerçevede ele alındığını düşünüyoruz. Gerçekleştirilen çalışmada İNA yöntemine ve çarpanlara verilen ağırlıklarla birlikte bulunan değer in iskonto oranından sonra makul olduğu görüşündeyiz.

Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla Kardemir Çelik Sanayi A.Ş. için belirtilen fiyatın makul olduğu ve hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.