

10 Şubat 2016

1. Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, TSKB A.Ş. tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. (Çuhadaroğlu Metal, Şirket) halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. Şirket hakkında özet bilgi

Yüksek Mimar Ahmet Çuhadaroğlu tarafından 1954 yılında Çuhadaroğlu Doğrama Atölyesi'nin kuruluşuyla temelleri atılan Çuhadaroğlu Metal 1978 yılında Çuhadaroğlu Pazarlama A.Ş. ünvanı ile kurulmuştur. Çuhadaroğlu Pazarlama 27 Aralık 2002'de Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile birleşerek bugünkü ünvanını almıştır. Şirket ağırlıklı olarak inşaat, taşımacılık, otomotiv, enerji, makine sanayi gibi farklı sektörlerde ihtiyaç duyulan alüminyum profil, ekstrüzyon, toz boya ve eloksal yüzey işlemleri alüminyum profilleri, alüminyum kapı, pencere ve cephe sistemleri, otomatik döner ve kayar kapı sistemleri, yangın, kurşun ve bombaya dayanıklı güvenlik sistemleri, alüminyum yapı elemanları üretimi yapmaktadır. İnşaat sektöründe mimari uygulamalarda kullanılan alüminyum kapı, pencere, doğrama üretimi ve bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum ile bu ürünlerin uygulanması alanlarında faaliyet göstermektedir. Çuhadaroğlu Metal 10mn lira sermayeli Çuhadaroğlu Alüminyum'un %66,54 hissesine sahiptir. Grubun toplam çalışan sayısı 342'si Çuhadaroğlu Metal, 224'ü Çuhadaroğlu Alüminyum olmak üzere toplam 566'dır.

Ortaklık Yapısı

	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Sevim Çuhadaroğlu	7,738,736	12.5	6,584,166	9.2
Murat Ruhi Çuhadaroğlu	27,130,632	43.8	23,082,917	32.4
Halil Nejat Çuhadaroğlu	27,130,632	43.8	23,082,917	32.4
Halka açıklık	-	-	18,500,000	26.0
Sermaye Artışı	-	-	9,250,000	13.0
Ortak Satışı	-	-	9,250,000	13.0
Toplam	62,000,000	100.0	71,250,000	100.0

Şirket ve bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum Beylikdüzü'nde toplam 56.964 metrekare büyüklüğündeki tesislerde faaliyetini sürdürmektedir. Tesislerin 39.241 metrekaresi şirketin ortaklarına, 6.003 metrekaresi Çuhadaroğlu Metal'e, 11.720 metrekaresi Çuhadaroğlu Yapı'ya aittir.

Çuhadaroğlu Metal yıllık 16.200 ton biyet, 19.000 ton profil üretimi, 10.000 ton eloksal işleme ve 5.000 ton toz boyama kapasitesine sahiptir. Çuhadaroğlu Metal sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirecek halka arzdan sağlanacak gelirin bir kısmıyla biyet üretimi kapasitesini 16.200 tondan 32.400 tona yükseltecek yatırımını gerçekleştirmeyi hedeflemektedir.

Şirket yurtiçi ve yurtdışında proje bazlı alüminyum dış cephe uygulamalarını 10mn lira sermayesinin %66,54'üne sahip olduğu bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum kanalıyla yapmaktadır. M&N Aluminium Avrupa'daki alüminyum cephe projelerini takip etme, teklif hazırlama, iş alma, şantiyelerin takibi ve projenin tamamlanması işlerini yapan bir grup şirkettir. Çuhadaroğlu Metal M&N Aluminium'un tedarikçisi konumundadır. M&N Aluminium Çuhadaroğlu Metal'in Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladıktan itibaren üç yıl içinde tasfiye edilecek ya da üçüncü kişilere satılacaktır.

10 Şubat 2016

Çuhadaroğlu Alüminyum Beylükdüzü'nde şirket ortaklarına ait 12.668 metrekare arsa üzerinde depolama ve üretim artışı sağlamak amacıyla bina yatırımı yapmaktadır. 2014 yılında başlayan ve 15mn liraya mal olması beklenen yatırımın 2016 yılında tamamlanması planlanmaktadır.

Çuhadaroğlu Metal'in Eylül 2015 sonu itibarıyla aktif toplamı 2014 yılsonuna göre %6,6 artarak 184,8mn liraya yükselmiştir. Şirketin aktiflerindeki artış nakit ve nakit benzerleri ile ticari alacaklar artışından kaynaklanmıştır. Nakit ve nakit benzerlerindeki artışın 7,2mn lirası Çuhadaroğlu Metal'in Çuhadaroğlu Yapı'ya 23 Ocak 2015'te Arnavutköy'deki arsasını 7,2mn liraya satmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca stokların 50,4mn liradan 26,5mn liraya düşmesi nakit artışında etkili olmuştur. Eylül 2015 sonu itibarıyla cari oran ve likidite oranı sırasıyla 2,55 ve 1,87'dir.

Eylül 2015 sonu itibarıyla Çuhadaroğlu Metal'in kısa vadeli yükümlülükleri 50,7mn lira olup, toplam kaynaklar içindeki payı %27,5'tir. Şirket hammadde alımlarını peşin yaptığından dönemsel olarak finansman amaçlı banka kredisi kullanmaktadır. Uzun vadeli yükümlülükleri 13,6mn lira olup, toplam kaynakların %7,4'üne karşılık gelmektedir. Uzun vadeli banka kredileri 7,8mn liradır. 2014 yılsonuna göre uzun vadeli banka kredilerindeki artışın ana sebebi Çuhadaroğlu Alüminyum'un yeni bina ve tesis yatırımı amacıyla aldığı 2mn euro tutarındaki uzun vadeli yatırım kredisidir. Şirketin döviz açık pozisyonu olmayıp, net döviz varlığı 7,5mn dolar ve 1,4mn eurodur.

2015 yılının ilk dokuz aylık döneminde şirketin ara mamul biyet üretimi %16, alüminyum profil üretimi %11,4 artmıştır. Aynı dönemde şirketin satışları %25,1 artışla 164,2mn lira olarak gerçekleşmiştir. Satışları içinde en yüksek pay profil satışları ve proje satışlarına aittir. Profil satışları yaklaşık %50 pay alırken, yurtiçi ve yurtdışı proje satışlarının payı 2012'den beri %16'dan %44'e yükselmiştir. Çuhadaroğlu Metal son beş yıldır tüm ürün gruplarında uygulamacı firmalar aracılığıyla yapılan direk projeli satışlara ağırlık vermiştir. Projeli satışlarda alüminyum profil satışları yanı sıra alüminyum profil aksesuarları ve diğer destek ürün satışları da artmaktadır.

Çuhadaroğlu Metal'in en önemli maliyet kalemi temel hammadde olan alüminyum külçedir. Şirket alüminyumun %95'ini ithalat yoluyla sağlamaktadır. Külçe alüminyum fiyatları uluslararası ölçekte LME fiyatları baz alınarak belirlenmektedir. Diğer girdi kalemleri daha kolay öngörülebilir ve yönetilebilirken, özellikle külçe alüminyum maliyetleri değişkenlik arz etmektedir. Satışların maliyetinin hasılat içindeki payı 2014 yılında %78,8, 2015 yılı 9 aylık döneminde %81,5 olarak gerçekleşmiştir. Şirket alınan sipariş, yapılan satış anlaşmaları, projeleri kapsamında ortalama bir aylık hammadde ara mamul stokuyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Diğer yandan özellikle taahhüt projelerinde üretim, teslimat, montaj süreci uzun sürebilmektedir. Buna bağlı olarak da ortalama stok süresi artıp azalabilmektedir. Önümüzdeki dönemde artan iş hacmine bağlı olarak stoklarda artışlar ve azalışlar söz konusu olabileceği belirtilmiştir.

Kar Marjları

	2012	2013	2014	2015/9
BKM	21.1%	21.5%	21.2%	18.5%
FKM	5.4%	8.5%	11.3%	9.5%
FAVÖK Marjı	15.1%	14.6%	15.0%	18.8%

Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.



Halka arz fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirme raporu

10 Şubat 2016

Çuhadaroğlu Metal Konsolide Bilanço (TL)	31 Aralık 2012	31 Aralık 2013	31 Aralık 2014	30 Eylül 2015
Dönen Varlıklar	82,469,542	90,760,165	117,812,760	129,344,592
Nakit vb	27,533,486	18,430,679	13,346,020	33,736,106
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	23,559,062	37,026,396	47,623,174	60,838,324
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	608,738	712,240	226,403	396,306
Stoklar	26,001,661	31,002,236	50,401,344	26,476,519
Peşin Ödenmiş Giderler	1,966,605	749,977	2,646,865	4,403,420
İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	-	782,709	-	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar				2,817,702
Diğer Dönen Varlıklar	2,799,990	2,055,928	3,568,954	676,215
Duran Varlıklar	60,842,851	59,941,115	55,554,165	55,478,244
Diğer Alacaklar	7,231	7,231	7,231	70
Finansal Yatırımlar	46	46	46	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	11,325,000	11,325,000	7,625,000	425,000
Maddi Duran Varlıklar	48,651,936	47,495,379	46,421,721	52,058,301
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	152,207	217,555	349,655	560,678
Peşin Ödenmiş Giderler	32,355	895,904	831,584	-
Ertelenen Vergi Varlıkları	674,076	-	318,928	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar				2,434,195
TOPLAM VARLIKLAR	143,312,393	150,701,280	173,366,925	184,822,836
Kısa Vadeli Yükümlülükler	30,553,128	50,368,319	65,581,905	50,734,581
Finansal Borçlar	12,253,371	11,519,239	18,385,615	11,645,305
Ticari Borçlar	6,798,725	16,077,370	15,838,035	11,355,241
Diğer Borçlar	-	20,000	15,000	1,283,105
Ertelenmiş Gelirler	8,177,563	17,927,027	24,855,225	18,707,077
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	384,078	518,608	579,663	4,544,492
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	639,080	2,183,171	3,109,100	1,778,133
KV Karşılıklar	975,967	1,304,939	1,136,440	1,421,228
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1,324,344	817,965	1,662,827	-
Satış Amaçlı Duran Varlıklar				
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,690,378	13,789,251	8,340,514	13,613,750
Finansal Borçlar	8,777,914	6,991,766	1,880,467	7,754,720
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1,676,878	1,694,392	1,810,176	3,401,922
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	5,235,586	5,103,093	4,649,871	2,457,108
Öz Sermaye (Azınlık Payı Dahil)	97,068,887	86,543,710	99,444,506	120,474,505
ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)	83,514,892	78,307,635	88,028,886	106,721,079
Sermaye	9,335,696	9,335,696	62,000,000	62,000,000
Sermaye Düzeltme Farkları	52,228,887	52,228,887	-	-
Diğer Giderler	8,016,594	8,131,703	8,316,951	7,078,249
Yedekler	9,273,193	13,023,344	13,175,165	12,098,983
Geçmiş Yıl Karları	-267,189	-11,699,058	-9,999,233	6,694,609
Net Dönem Karı	4,927,711	7,287,063	14,536,003	18,849,238
Kontrol gücü olmayan paylar	13,553,995	8,236,075	11,415,620	13,753,426
TOPLAM KAYNAKLAR	143,312,393	150,701,280	173,366,925	184,822,836

10 Şubat 2016

Çuhadaroğlu Metal Konsolide Gelir Tablosu (TL)	2012	2013	2014	2015/9
SATIŞ GELİRLERİ	82,252,478	127,720,738	189,668,755	164,225,534
Satışların Maliyeti (-)	-64,869,548	-100,296,620	-149,400,414	-133,866,671
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	17,382,930	27,424,118	40,268,341	30,358,863
Faaliyet Giderleri (-)	-12,967,412	-16,562,008	-18,762,640	-14,682,064
Genel Yönetim Giderleri	-5,483,300	-6,779,767	-6,557,713	-5,959,719
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-6,764,119	-8,732,519	-10,718,317	-7,541,125
Araştırma Giderleri	-719,993	-1,049,722	-1,486,610	-1,181,220
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	4,415,518	10,862,110	21,505,701	15,676,799
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri	3,904,315	3,384,088	2,109,170	10,632,916
Faaliyet Karı veya Zararı	8,319,833	14,246,198	23,614,871	26,309,715
Yatırım Faaliyetlerinden K/Z	66,752	214,737	836,741	172,368
Finansman Giderleri	-2,227,063	-3,864,821	-2,353,411	-2,494,430
Vergi Öncesi Kar/Zarar	6,159,522	10,596,114	22,098,201	23,987,653
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-1,192,311	-2,345,571	-4,454,931	-2,715,787
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-6,785,517	-1,841,372	-5,291,463	-4,544,492
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	5,593,206	-504,199	836,532	1,828,705
SÜRDÜRÜLEBİLİR FAALİYETLER NET DÖNEM KARI/ZARARI	4,967,211	8,250,543	17,643,270	21,271,866
Azınlık Payları Net Dönem Karı/Zararı	39,500	963,480	3,107,267	2,422,628
Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karı/Zararı	4,927,711	7,287,063	14,536,003	18,849,238

3. Halka arz bilgileri

Halka Arz Tarihi	: 10-11-12 Şubat 2016
Halka Arz Şekli	: Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Yöntem	: Sabit fiyat ile talep toplama
Fiyat	: 2 TL
Aracılık Şekli	: En iyi gayret aracılığı (Deniz Yatırım bakiyeyi yüklenim ile satış yapacaktır)
Ödenmiş Sermaye	: 62 milyon TL
Halka Arz	: 18,5 milyon TL
Ortak Satışı	: 9,25 milyon TL
Sermaye Artışı	: 9,25 milyon TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye:	71,25 milyon TL
Halka Arz Oranı	: %26

Piyasa Değeri	:	Fiyat (TL)	2.00
		Piyasa Değeri (mn TL)	142.5
		Piyasa Değeri (mn \$)	49.1
		Halka Arz Büyüklüğü (mn TL)	37.0
		Halka Arz Büyüklüğü (mn \$)	12.7
		Para Girişi (mn TL)	18.5
		Para Girişi (mn \$)	6.4

10 Şubat 2016**Fiyat istikrarı** : 20 gün

(Payların işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 20 işlem günü süreyle ve Günlük Alım Emri Taahhüdü için ayrılan halka arz büyüklüğünün %40'ına karşılık gelen 14,8mn lira kaynak yeterli olduğu sürece her gün açılış seansında halka arz fiyatından Deniz Yatırım aracılığı ile 500.000 adet günlük geçerli alım emri girileceği açıklanmıştır. Girilen emirler iptal edilmeyecektir. Günlük Alım Emri Taahhüdü süresi içinde kalan kaynak bakiyesi 500.000 adet alım emri girmeye yetmiyor ise kalan kaynak tutarına denk gelecek miktarda alım emri girileceği bildirilmiştir.)

Satmama Taahhüdü : 1 yıl**BIST kodu** : CUSAN

Tahsisatlar	:	Yatırımcı Grubu	Tahsisat (TL)	Halka arz içindeki payı
		Yurtiçi Bireysel	14,800,000	80%
		Yurtiçi Kurumsal Yatırır	3,700,000	20%
		Toplam	18,500,000	100%

4. Değerleme çalışması hakkında

Çuhadaroğlu Metal halka arzında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı 2 TL olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitinde emsal karşılaştırmasına dayanan Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Şirketin kontrolü dışında gelişen yurtiçi ve yurtdışı makroekonomik gelişmeler ile özellikle alüminyum fiyatlarındaki belirsizlik gibi bazı faktörlere ilişkin öngörülerde bulunulmasını ve İzahnamede yer verilmemiş olan şirketin gelecek dönemlerdeki finansal durumuna ilişkin projeksiyonları gerektiren İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine değerleme çalışmasında yer verilmemiştir.

Çarpan analizi yönteminde aşağıda belirtilen üç farklı çarpan kullanılmıştır.

- FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı
- F/K (fiyat / kazanç) çarpanı
- PD/Özkaynaklar (Piyasa Değeri/Özkaynaklar) çarpanı

Çuhadaroğlu Metal Çuhadaroğlu Alüminyum'un sermayesinde %66,54 paya sahiptir. Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum'un solo finansal verileri baz alınarak her iki şirketin solo değerlerinin tespiti için hesaplama yapılmıştır.

Borsa İstanbul A.Ş.'de (BIST) işlem gören şirketler arasında faaliyet konusu Çuhadaroğlu Metal ve bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum ile birebir örtüşen herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle Çarpan Analizi'nde Çuhadaroğlu Metal'in solo şirket değerinin tespitinde BIST'te "Metal Ana Sanayi" grubu altında işlem gören şirketlere, Çuhadaroğlu Alüminyum'un şirket değerinin tespitinde ise BIST'te işlem gören seçilmiş taahhüt şirketlerine ait çarpanlara göre hesaplama yapılmıştır. Değerlemeye esas teşkil eden FAVÖK hesaplamasına esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler dahil edilmiştir. Çuhadaroğlu Metal'in özkaynaklarının tespit edilmesinde şirketin aktifinde bulunan Çuhadaroğlu Alüminyum'un kayıtlı iştirak değeri Çuhadaroğlu Metal'in özkaynaklarından düşülerek 30 Eylül 2015 itibarıyla hesaplanan "Düzeltilmiş Özkaynaklar" kullanıldığı bilgisi verilmiştir.

10 Şubat 2016

- Çuhadaroğlu Metal

Çuhadaroğlu Metal Solo, Milyon TL	30.09.2015	Çuhadaroğlu Metal Solo Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	9,2	Öz Kaynaklar (30/09/2015)	122,6
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	2,3	Çuhadaroğlu Alüminyum Kayıtlı İştirak Değeri	42,5
Nakit ve Benzerleri (-)	8,9	Düzeltilmiş Öz Kaynaklar (30/09/2015)*	79,2
Net Borç	2,6	Net Kar*	13,0
Alman Avanslar (+)	5,1	FAVÖK**	26,4
Düzeltilmiş Net Borç	7,7	Esas Faaliyet Karı**	22,2
		Amortisman ve İtfa Payları	4,2
		FAVÖK₁	19,6
		* Bağlı Ortaklık Net Kar ve Özkaynak Etkisi (-)	0,9
		** Bağlı Ortaklık Esas Faaliyet Karı Etkisi (-)	0,6

01.10.2014 - 30.09.2015 Milyon TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	A.O. Öz Kaynaklar	FAVÖK	Net Kar	FAVÖK ₁	FD / FAVÖK	F/K	PD / A.O. Öz Kaynaklar	FD / FAVÖK ₁
Borusan Mannesmann	862	1.743	1.326	170	40	151	10,2	>20,0	0,6	11,5
Burçelik	28	41	14	2	-1	2	>15,0	a.d.	2,0	>15,0
Burçelik Vana	9	13	3	1	-0	1	>15,0	a.d.	2,8	>15,0
Componenta Dökümcülük	244	760	399	111	6	68	6,9	>20,0	0,6	11,2
Çelik Halat	31	82	27	11	-1	6	7,6	a.d.	1,1	13,2
Çemaş Döküm	133	164	208	-1	-43	-3	a.d.	a.d.	0,6	a.d.
Çemtaş	164	192	182	18	5	14	10,7	>20,0	0,9	13,4
Demusaş Döküm	44	104	73	15	4	11	7,1	11,5	0,6	9,1
Erbosan	179	160	138	24	20	24	6,6	8,7	1,3	6,6
Ereğli Demir Çelik	10.780	11.285	12.707	2.584	1.475	2.512	4,4	7,3	0,8	4,5
Izmir Demir Çelik	746	2.134	209	117	-244	148	>15,0	a.d.	>3,0	14,4
Kardemir	1.360	2.828	1.269	279	-115	294	10,1	a.d.	1,1	9,6
Ozbal Çelik Boru	32	86	-4	-4	-20	7	a.d.	a.d.	a.d.	11,5
Sarkuysan	438	907	357	156	40	88	5,8	11,0	1,2	10,3
Tuğçelik	79	175	49	21	2	8	8,2	>20,0	1,6	>15,0
						Maksimum	10,7	11,5	2,8	14,4
						Medyan	7,4	9,9	1,1	11,2
						Aritmetik Ortalama	7,8	9,6	1,2	10,5
						Ağırlıklı Ortalama	5,9	12,9	0,9	6,2
						Minimum	4,4	7,3	0,6	4,5

Kaynak: Finnet

Piyasa ve Firma Değerleri 27.01.2016 itibarıyla hesaplanmıştır.

FAVÖK = Esas Faaliyet Karı + Amortisman İtfa Payları

FAVÖK₁ = Esas Faaliyet Karı - Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler + Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler + Amortisman İtfa Payları

Çuhadaroğlu Metal Solo, Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015	BİST Seçilmiş Şirket Çarpanları - Medyan	01.10.2014 30.09.2015	Değerlemede Kullanılan Çarpan	Çuhadaroğlu Metal Solo Şirket Değeri Mn TL
FAVÖK	26,4	FD/FAVÖK	7,35	FD/FAVÖK	186,2
Net Kar	13,0	F/K	9,86	F/K	128,6
Düzeltilmiş Öz Kaynaklar	79,2	PD/Öz Kaynaklar	1,07	PD/A.O. Öz Kaynaklar	84,9
Düzeltilmiş Net Borç	7,7			Ortalama	133,2

Çarpan Analizi yöntemi kapsamında BIST Metal Ana Sanayi grubu şirketleri FD/FAVÖK, F/K ve PD/Özkaynaklar çarpanları medyanları ile hesaplanan şirket değerleri eşit olarak ağırlıklandırılarak Çuhadaroğlu Metal'in solo şirket değeri 133,2mn lira olarak tespit edilmiştir.

10 Şubat 2016

- Çuhadaroğlu Alüminyum

Çuhadaroğlu Alüminyum, Milyon TL	30.09.2015	Çuhadaroğlu Alüminyum Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	2,4	Öz Kaynaklar (30/09/2015)	41,1
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	5,5	Net Kar	6,8
Nakit ve Benzerleri (-)	24,8	FAVÖK	9,0
Net Borç	-16,9	Esas Faaliyet Karı	7,5
Alınan Avanslar (+)	13,6	Amortisman ve İtfa Payları	1,5
Düzeltilmiş Net Borç	-3,3	FAVÖK₁	7,3

01.10.2014 - 30.09.2015 Milyon TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	A.O. Öz Kaynaklar	FAVÖK	Net Kar	FAVÖK ₁	FD/FAVÖK	F/K	PD/A.O. Öz Kaynaklar	FD/FAVÖK ₁
Anel Elektrik	124,3	393,6	375,3	79,4	10,9	64,8	5,0	11,4	0,3	6,1
Orge Enerji Elektrik	66,0	54,5	34,8	11,6	7,9	11,1	4,7	8,4	1,9	4,9
Sanel Mühendislik	26,2	23,4	22,3	1,4	0,6	1,4	>15,0	>20,0	1,2	>15,0
						Maksimum	5,0	11,4	1,9	6,1
						Medyan	4,8	9,9	1,2	5,5
						Aritmetik Ortalama	4,8	9,9	1,1	5,5
						Ağırlıklı Ortalama	5,1	11,2	0,5	6,1
						Minimum	4,7	8,4	0,3	4,9

Kaynak: FİNİT

Piyasa ve Firma Değerleri 27.01.2016 itibarıyla hesaplanmıştır.

FAVÖK = Esas Faaliyet Karı + Amortisman İtfa Payları

FAVÖK₁ = Esas Faaliyet Karı - Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler + Esas Faaliyetlerden Diğer Gülerler + Amortisman İtfa Payları

Çuhadaroğlu Alüminyum Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015	BİST Seçilmiş Şirket Çarpanları - Medyan	01.10.2014 30.09.2015	Değerlemede Kullanılan Çarpan	Çuhadaroğlu Alüminyum Şirket Değeri Mn TL
FAVÖK	9,0	FD/FAVÖK	4,82	FD/FAVÖK	46,6
Net Kar	6,8	F/K	9,87	F/K	67,4
Öz Kaynaklar	41,1	PD/Öz Kaynaklar	1,17	PD/A.O. Öz Kaynaklar	48,2
Düzeltilmiş Net Borç	-3,3			Ortalama	54,1

Çarpan Analizi yöntemi kapsamında BİST'te işlem gören taahhüt şirketleri FD/FAVÖK, F/K ve PD/Özkaynaklar çarpanları medyanları ile hesaplanan şirket değerleri eşit olarak ağırlıklandırılarak Çuhadaroğlu Alüminyum'un solo şirket değeri 54,1mn lira olarak tespit edilmiştir.

- Sonuç

Çuhadaroğlu Metal'in şirket değeri Çuhadaroğlu Metal için hesaplanan solo şirket değeri olan 133,2mn liraya, Çuhadaroğlu Alüminyum için hesaplanan 54,1mn lira şirket değerinde Çuhadaroğlu Metal'in sahip olduğu %66,54 paya karşılık gelen 36mn liranın eklenmesiyle 169,2mn lira olarak tespit edilmiştir. Bu değere göre birim pay değeri 2,73 lira olarak hesaplanmıştır. Bu değer üzerinden %26,7 iskonto uygulanarak halka arz birim pay değeri 2 lira olarak belirlendiği bildirilmiştir.

5. Değerlendirme

Fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi için kullanılan benzer şirket yöntemlerine dair hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

10 Şubat 2016

Çuhadaroğlu Metal'in değerlemesinde Çarpan Analizi yönteminin kullanılmış olmasını uygun bulmaktayız. Şirketin solo özkaynaklarının hesaplamasında yapılan iştirak düzeltmesi ile FAVÖK, özkaynak ve net kar tespitinde birbirlerine olan satışlarından kaynaklanan düzeltmelerin yapılmasını yerinde bulmaktayız.

Şirketin satışları yurtiçi ve yurtdışı pazarların mevcut ve ileriye yönelik eğilimleri ve alüminyum hammadde fiyatlarının önümüzdeki dönem seyrinden etkilenebilecektir. Şirketle ilgili beklentiler oluşturulurken, bu konuların risk faktörü olarak değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyörüz. Ayrıca küresel ekonomik gelişmeler ve piyasa koşulları günümüzde hisse fiyatlarında şirketin esas faaliyetleri kadar belirleyici rol oynamaktadır. Bu nedenle varsayımları ve projeksiyonları içeren İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ile alternatif senaryolara göre hassasiyet analizi raporda yer alabilirdi.

Değerlemeye baz teşkil eden FAVÖK hesaplamasına ağırlıklı olarak kur farkı gelir ve giderlerini içeren ve şirketin faaliyet sonuçlarını direk olarak yansıtmadığını düşündüğümüz esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin dahil edilmesinin uygun olmadığı görüşündeyiz. Değerlemeye esas olacak FAVÖK rakamın Net Esas Faaliyet Karı olarak alınsaydı Çuhadaroğlu Metal'in FD/FAVÖK çarpanını esas alarak hesaplanan şirket değeri 186,2mn lira yerine 211,8mn lira, Çuhadaroğlu Alüminyum'un şirket değeri 46,6mn lira yerine 43,5mn lira, sonuç değer 169,2mn lira yerine 177mn lira olacaktı. Buna göre FAVÖK değerinin diğer gelir ve giderleri içerecek şekilde hesaplanması yatırımcının aleyhine bir durum oluşturmadığını tahmin etmekteyiz.

6. Sonuç

Sonuçta fiyat tespit raporunda kullanılan emsal karşılaştırmasına dayanan piyasa çarpanları yöntemini şirket değeri açısından kabul edilebilir bir sonuca ulaşılmasında isabetli bir seçim olarak görmekteyiz. Solo değerlere göre değerlemenin yapıp, sonuç değere ulaşılmasının yerinde bir yaklaşım olduğunu ve halka arz fiyatının makul sınırlarda olduğunu düşünmekteyiz.

TSKB

Ekonomik Araştırmalar M¼d¼rl¼ę¼

research@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

(90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2016 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngörülen bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahhüdünde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değışmenin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötürü Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.

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.



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr   