

**Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.****Halka arz fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirme raporu****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 eloksallı 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         |
| <b>Toplam</b>           | <b>62,000,000</b> | <b>100.0</b> | <b>71,250,000</b> | <b>100.0</b> |

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 eloksallı 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      |
|----------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                             | <b>82,469,542</b>  | <b>90,760,165</b>  | <b>117,812,760</b> | <b>129,344,592</b> |
| 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            |
| <b>Duran Varlıklar</b>                             | <b>60,842,851</b>  | <b>59,941,115</b>  | <b>55,554,165</b>  | <b>55,478,244</b>  |
| 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          |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                            | <b>143,312,393</b> | <b>150,701,280</b> | <b>173,366,925</b> | <b>184,822,836</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                   | <b>30,553,128</b>  | <b>50,368,319</b>  | <b>65,581,905</b>  | <b>50,734,581</b>  |
| 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                       |                    |                    |                    |                    |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                   | <b>15,690,378</b>  | <b>13,789,251</b>  | <b>8,340,514</b>   | <b>13,613,750</b>  |
| 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          |
| <b>Öz Sermaye (Azınlık Payı Dahil)</b>             | <b>97,068,887</b>  | <b>86,543,710</b>  | <b>99,444,506</b>  | <b>120,474,505</b> |
| <b>ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)</b>              | <b>83,514,892</b>  | <b>78,307,635</b>  | <b>88,028,886</b>  | <b>106,721,079</b> |
| 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         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                            | <b>143,312,393</b> | <b>150,701,280</b> | <b>173,366,925</b> | <b>184,822,836</b> |

**10 Şubat 2016**

| Çuhadaroğlu Metal Konsolide Gelir Tablosu (TL)          | 2012              | 2013               | 2014               | 2015/9             |
|---------------------------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>SATIŞ GELİRLERİ</b>                                  | <b>82,252,478</b> | <b>127,720,738</b> | <b>189,668,755</b> | <b>164,225,534</b> |
| Satışların Maliyeti (-)                                 | -64,869,548       | -100,296,620       | -149,400,414       | -133,866,671       |
| <b>Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>                   | <b>17,382,930</b> | <b>27,424,118</b>  | <b>40,268,341</b>  | <b>30,358,863</b>  |
| 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         |
| <b>Net Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>                    | <b>4,415,518</b>  | <b>10,862,110</b>  | <b>21,505,701</b>  | <b>15,676,799</b>  |
| Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri                 | 3,904,315         | 3,384,088          | 2,109,170          | 10,632,916         |
| <b>Faaliyet Karı veya Zararı</b>                        | <b>8,319,833</b>  | <b>14,246,198</b>  | <b>23,614,871</b>  | <b>26,309,715</b>  |
| 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         |
| <b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>                           | <b>6,159,522</b>  | <b>10,596,114</b>  | <b>22,098,201</b>  | <b>23,987,653</b>  |
| 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          |
| <b>SÜRDÜRÜLEBİLİR FAALİYETLER NET DÖNEM KARI/ZARARI</b> | <b>4,967,211</b>  | <b>8,250,543</b>   | <b>17,643,270</b>  | <b>21,271,866</b>  |
| Azınlık Payları Net Dönem Karı/Zararı                   | 39,500            | 963,480            | 3,107,267          | 2,422,628          |
| <b>Ana Ortaklık Payları Net Dönem Karı/Zararı</b>       | <b>4,927,711</b>  | <b>7,287,063</b>   | <b>14,536,003</b>  | <b>18,849,238</b>  |

**3. Halka arz bilgileri**

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

|                             |             |
|-----------------------------|-------------|
| <b>Fiyat (TL)</b>           | <b>2.00</b> |
| 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

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

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

| 01.10.2014 - 30.09.2015 | Piyasa | Firma  | A.O. Öz   | FAVÖK | Net   | FAVÖK <sub>1</sub> | FD /  | F / K | PD / A.O.    | FD /               |
|-------------------------|--------|--------|-----------|-------|-------|--------------------|-------|-------|--------------|--------------------|
| Milyon TL               | Değeri | Değeri | Kaynaklar |       | Kar   |                    | FAVÖK |       | Öz Kaynaklar | FAVÖK <sub>1</sub> |
| 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               |
| Demtaş 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                |
| İzmir 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

FAVÖK<sub>1</sub> = Esas Faaliyet Karı - Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler + Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler + Amortisman İtfa Payları

| Çuhadaroğlu Metal        | 01.10.2014 | BIST Seçilmiş Şirket | 01.10.2014 | Değerlemede          | Çuhadaroğlu Metal            |
|--------------------------|------------|----------------------|------------|----------------------|------------------------------|
| Solo, Milyon TL          | 30.09.2015 | Çarpanları - Medyan  | 30.09.2015 | Kullanılan Çarpan    | Solo Şirket Değeri Milyon 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      | 01.10.2014 |
|----------------------------------------|------------|----------------------------|------------|
| Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler (+) | 2,4        | Milyon TL                  | 30.09.2015 |
| Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler (+) | 5,5        | Öz Kaynaklar (30/09/2015)  | 41,1       |
| Nakit ve Benzerleri (-)                | 24,8       | Net Kar                    | 6,8        |
| Net Borç                               | -16,9      | FAVÖK                      | 9,0        |
| Alınan Avanslar (+)                    | 13,6       | Esas Faaliyet Karı         | 7,5        |
| Düzeltilmiş Net Borç                   | -3,3       | Amortisman ve İtfa Payları | 1,5        |
|                                        |            | FAVÖK <sub>1</sub>         | 7,3        |

| 01.10.2014 - 30.09.2015 | Piyasa | Firma  | A.O. Öz   | FAVÖK | Net  | FAVÖK <sub>1</sub> | FD /  | F/K   | PD / A.O.    | FD /               |
|-------------------------|--------|--------|-----------|-------|------|--------------------|-------|-------|--------------|--------------------|
| Milyon TL               | Değeri | Değeri | Kaynaklar |       | Kar  |                    | FAVÖK |       | Öz Kaynaklar | FAVÖK <sub>1</sub> |
| 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

FAVÖK<sub>1</sub> = Esas Faaliyet Karı - Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler + Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler + Amortisman İtfa Payları

| Çuhadaroğlu Alüminyum | 01.10.2014 | BİST Seçilmiş Şirket | 01.10.2014 | Değerlemede          | Çuhadaroğlu Alüminyum |
|-----------------------|------------|----------------------|------------|----------------------|-----------------------|
| Milyon TL             | 30.09.2015 | Çarpanları - Medyan  | 30.09.2015 | Kullanılan Çarpan    | 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 BIST'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 düşünüyoruz. 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 M¼d¼rl¼ğ¼

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 öngör¼len 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 diğ¼er başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağılı 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 diğ¼er bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahh¼d¼nde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağılı 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 olduğı yatırım fiyatı veya değ¼eri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değışmenin yatırımın değ¼eri 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 diğ¼erleri 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 ötür¼ 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

