



Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

ŞUBAT 2016



İÇİNDEKİLER

I. SEKTÖREL BİLGİ	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. FİNANSAL BİLGİLER	7
IV. DEĞERLENDİRME	9
V. GÖRÜŞ ve SONUÇ	11

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Deniz Yatırım") Konsorsiyum lideri olduğu Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. ("Çuhadaroğlu Metal" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Deniz Yatırım'ın hazırladığı 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 Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. Sektörel Bilgi

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden, Çuhadaroğlu Halka Arzı Genel Yatırım Tavsiyesi Raporu'ndan ve Çuhadaroğlu Metal Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Alüminyum Sektörü

- ✓ Günümüz teknolojisinde alüminyum kullanılmasına olanak veren üretim şekillerinden bir tanesi de ekstrüzyondur. Ekstrüzyon, malzemenin bir kuvvet tabiki ile bir kalıp içerisinde geçirilerek boyu kesitine göre büyük olan yarı ürünlerin elde edilmesi işlemidir. Alüminyum profil, boru ve çubuklar ekstrüzyon ürün grubunu oluşturmaktadır.
- ✓ Dünya nüfusunun artması, teknolojinin ilerlemesi ve daha çok mühendislik malzemelerine ihtiyacın artmasıyla metallere ve dolayısıyla alüminyuma olan talep artış göstermektedir.
- ✓ Dünyada toplam alüminyum hammadde ve ürün ticaretine bakıldığında; 2014 yılında toplam ihracat tutarının 173 milyar \$ seviyesine ulaştığı ve 57,3 milyon değerinde 24,9 milyon ton alüminyum ithalatı gerçekleştiği görülmektedir. 2014 yılında birincil alüminyum üretimi de 53 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.
- ✓ Çin 27,5 milyon ton ile dünya üretiminin %52'sini ve 2014 yılında en yüksek birincil alüminyum üretimini gerçekleştirmiştir.
- ✓ Dünya genelinde son 14 yıl içinde alüminyum sektöründe ortalama her yıl %6'lık büyüme meydana gelmiştir.
- ✓ Dünya'da alüminyum fiyatları Londra Metal Borsası'nda (LME) belirlenmektedir. Alüminyum fiyatları 2008 yılında tarihi zirvesi olan 3.000 \$/ton seviyesine ulaştıktan sonra aynı yıl içerisinde ortaya çıkan finansal krizle birlikte 1.300 dolar seviyelerine gerilemiştir. Günümüzde ise 1.500 \$/ton seviyelerinde bulunmaktadır.
- ✓ Türkiye alüminyum sektörü 7 milyar \$ büyüklüğü, 1.500'ün üzerinde firması ve 50.000'den fazla çalışanı ile ülke ekonomisinde önemli bir yere sahiptir.
- ✓ Türkiye'de ekstrüzyon sektöründe 80'e yakın firma faaliyet göstermesine rağmen 20 firma toplam üretimin %80'ini gerçekleştirmektedir. Sektörde 30 bin tonun üzerinde üretim kapasitesine sahip 2 firma, 19-30 bin ton arası üretim kapasitesine sahip 4 firma, bulunmaktadır.
- ✓ 2009 yılında 230 bin ton seviyesinde olan Türkiye ekstrüzyon üretimi %11,1 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) ile 2014 yılında 390 bin tona ulaşmıştır.
- ✓ Türkiye'de 400 bin tonu ikincil (hurda) olmak üzere yaklaşık 1 milyon 400 bin ton alüminyum tüketilmektedir. Ülkede yeterli miktarda kaliteli boksit rezervi olmaması nedeniyle birincil alüminyum ihtiyacının neredeyse tümü ithal edilmektedir.
- ✓ Türkiye dünya alüminyum hammadde ithalatının %4,4'ü seviyesinde 2,5 milyar dolar değerinde 1,09 milyon ton alüminyum ithalatı ile dünya alüminyum hammadde ithalatında 7. sırada yer almaktadır.
- ✓ Türkiye ithal ettiği alüminyum miktarının %60'ı kadar alüminyumunu ihraç etmektedir.
- ✓ Türkiye'de mamul konumundaki ekstrüzyon ve yassı mamul ürünleri alüminyum üretimi ve ihracatının en güçlü olduğu ürünlerdir. Ekstrüzyon sektöründe dünya ticaretinin %4'ünü gerçekleştirerek 7. sırada olan Türkiye, yarı mamulde de %2,2 pay ile 11. sıradadır.

II. Şirket Bilgileri

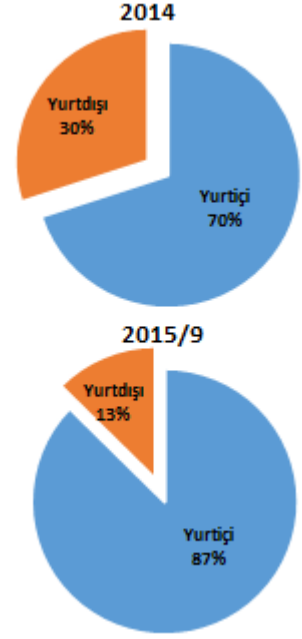
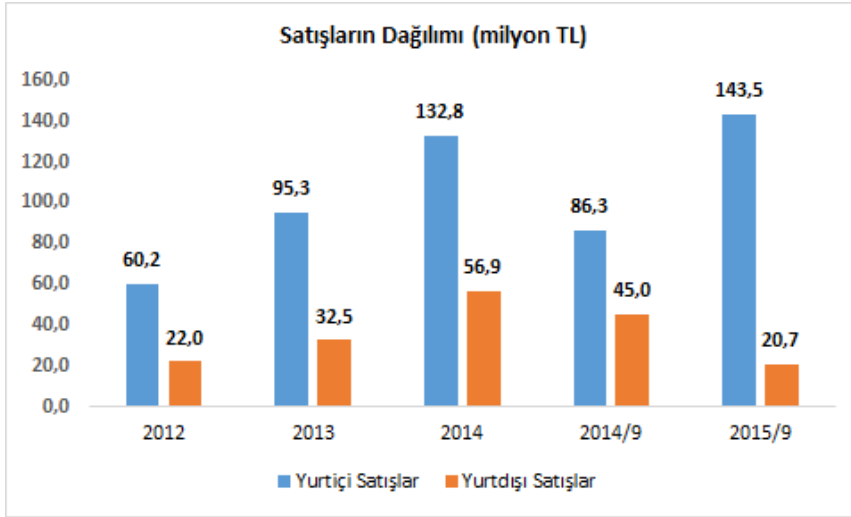
Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden, Çuhadaroğlu Halka Arzı Genel Yatırım Tavsiyesi Raporu'ndan ve Çuhadaroğlu Metal Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Çuhadaroğlu Grubu'nda faaliyet gösteren Çuhadaroğlu Metal, endüstriyel ve mimari alüminyum profiller başta olmak üzere profil aksesuarları (menteşe, kapı kolu vb.) ve alüminyum kapı ve pencere sistemleri (otomatik döner-kayar kapı sistemleri, yangın, kurşun ve bombaya dayanıklı güvenlik sistemleri vb.) üretmektedir.
- ✓ Ticari faaliyetlerin temeli 1954 yılında Yüksek Mimar Ahmet Çuhadaroğlu tarafından atılan Çuhadaroğlu Grubu'nda, 1978 yılında ekstrüzyon ürünlerinin üretimi ve işlenmesi için Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. ("Çuhadaroğlu Metal" veya "Şirket"), cephe sistemleri üretimi ve taahhüt işlerini gerçekleştirmek üzere de Çuhadaroğlu Alüminyum Sanayi ve Pazarlama A.Ş. ("Çuhadaroğlu Alüminyum") kurulmuştur.

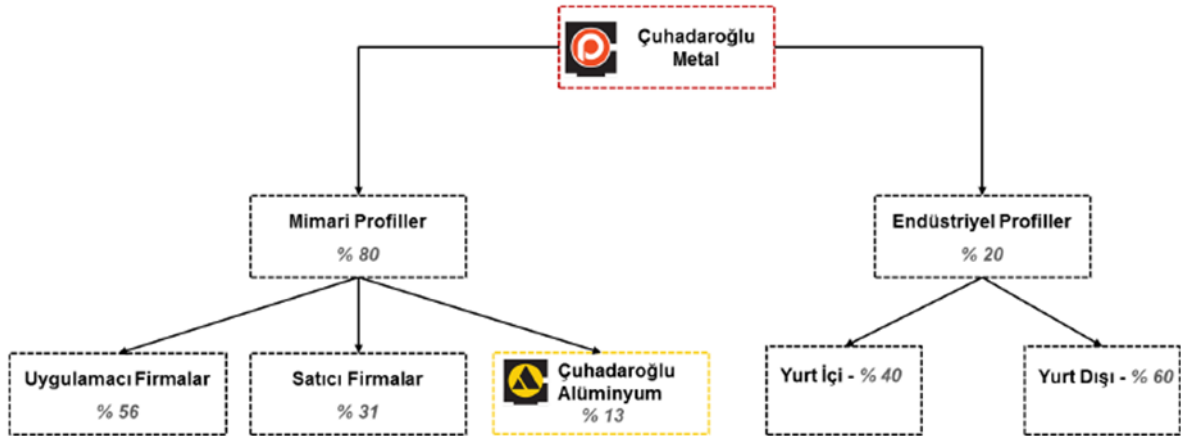
Çuhadaroğlu Metal Ortaklık Yapısı				
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran
Murat Ruhi Çuhadaroğlu	27.130.632	43,76%	23.082.917	32,40%
Halil Nejat Çuhadaroğlu	27.130.632	43,76%	23.082.917	32,40%
Sevim Çuhadaroğlu	7.738.736	12,48%	6.584.166	9,24%
Halka Arz	-	-	18.500.000	25,96%
TOPLAM	62.000.000	100,00%	71.250.000	100,00%

- ✓ Çuhadaroğlu Metal, 2012 yılında Çuhadaroğlu Holding ile gerçekleştirilen birleşme sonrası Çuhadaroğlu Alüminyum'da %66,54 oranında pay sahibi olmuştur.
- ✓ Çuhadaroğlu Alüminyum inşaat sektöründe alüminyum yapı elemanları ve cephe sistemleri taahhüt projeleri gerçekleştirmektedir.
- ✓ Çuhadaroğlu Metal, üretim faaliyetlerini İstanbul Beylikdüzü'nde mevcut ortakların sahip olduğu arazi üzerinde 33 bin m²'si kapalı olmak üzere toplam 39 bin m²'lik alanda kurulu ve külçe alüminyumdan bitmiş son ürüne kadar olan tüm üretim aşamalarını kapsayan entegre tesislerde sürdürmektedir.
- ✓ Çuhadaroğlu Metal'in ürün grubu arasında yer alan mimari alüminyum profiller cephe, doğrama, kapı, dahili bölme gibi inşaat sektöründe kullanılan ürünlerden oluşmaktadır. Endüstriyel alüminyum profiller ise makine, otomotiv, taşımacılık, enerji ve inşaat gibi sektörlerde kullanılan ürünlerden oluşmaktadır.
- ✓ Şirket'in nihai ürünlerinin %80'i inşaat sektöründe kullanılmak üzere mimari profiller, %20'si ise endüstriyel profillerden meydana gelmektedir.
- ✓ Çuhadaroğlu Metal, 2014 yılında 10.252 ton alüminyum profil üretimi yapmıştır. Yıllık üretimin yaklaşık olarak 390 bin ton olduğu Türkiye alüminyum ekstrüzyon sektöründe Şirket'in pazar payı tahmini olarak %2,6 seviyesindedir.
- ✓ Şirket'in 30.09.2015 itibarıyla 191 mavi yakalı 151 beyaz yakalı toplam 342 çalışanı vardır. Beyaz yakalı çalışanların yaklaşık %30'u mimar ve mühendislerden oluşmaktadır. Çuhadaroğlu Alüminyum ile birlikte toplam çalışan sayısı 566 kişidir.

- ✓ Mevcut durumda 16.200 ton biyet, 19.000 ton profil üretimi, 10.000 ton eloksal işleme ve 5.000 ton toz boyama kapasitesine sahiptir. Bu yıl içinde tamamlanması planlanan kapasite artırımı ile biyet üretimi kapasitesi 32.400 tona çıkacaktır. Şirket'in fiili üretimi ise 10-12 bin ton arasındadır.
- ✓ Şirket'in 8 tescilli patenti ve 20 markası bulunmaktadır.
- ✓ Endüstriyel ürünlerin satışında C-Alu markası kullanılmaktadır.
- ✓ Mimari ürünlerin satışı ise, satıcı firmalar, uygulayıcı firmalar ve Çuhadaroğlu Alüminyum olmak üzere 3 kanal üzerinden gerçekleştirilmektedir. Şirket'in yurtiçinde 12 adet satıcı firma, 45 adet de uygulayıcı firma ile düzenli iş birlikteliği bulunmaktadır.

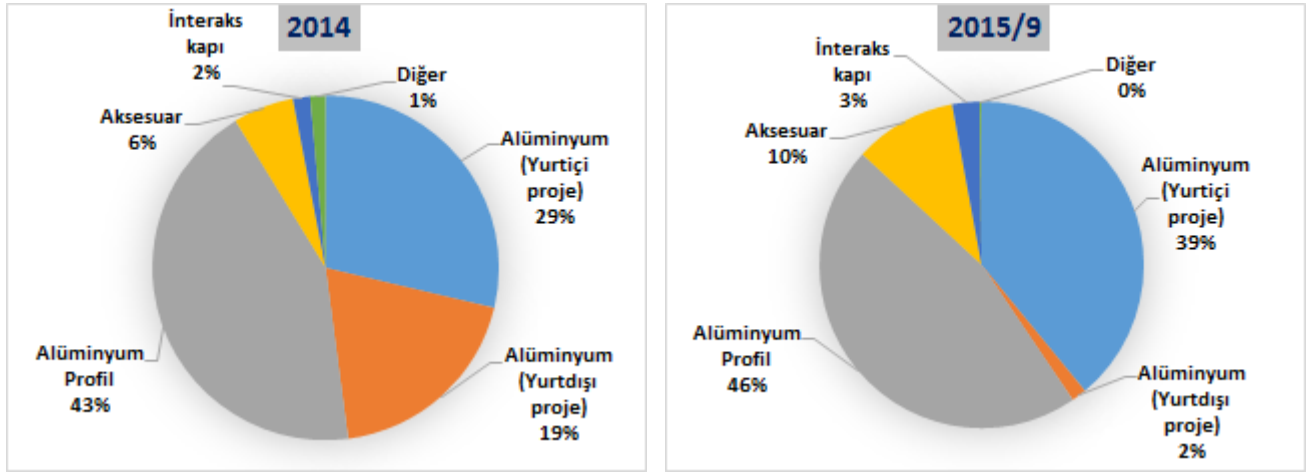


- ✓ Şirket'in satışlarının miktar bazlı ortalama dağılımına göre satış kanalları aşağıdaki şekilde dağılım göstermektedir.



- ✓ Yurtdışında Azerbaycan, Türkmenistan, İran, Irak, KKTC, Kırgızistan, Kazakistan, Tacikistan ve Gürcistan'a satış yapmakta olup, işbirliği yapılan firma sayısı 30 civarındadır. Şirket proje bazlı olarak da Cezayir ve Batı Avrupa ülkeleriyle çalışmaktadır.

➤ Satışların ürün bazında dağılımı:



Yatırımlar

- ✓ Şirket 2012-2014 yıllarında toplam 11,5 milyon TL tutarında ve tamamı öz kaynaklarla finanse edilen yatırım gerçekleştirmiştir.
- ✓ Çuhadaroğlu Metal yaklaşık 390 bin ton büyüklüğe sahip pazarda mevcut yaklaşık 16 bin tonluk döküm kapasitesini 2016 yılında iki katına çıkarmayı planlamaktadır. Çuhadaroğlu Metal'in mevcut dökümhane kapasitesinin 16.200 ton'dan 32.400 ton'a çıkarılması için planlanan yatırımın Mayıs 2016'da bitirilmesi hedeflenmektedir. Toplam 6,6 milyon TL'ye mal olması beklenen yatırım için 2015/09 itibarıyla 3,5 milyon TL harcanmıştır.
- ✓ Çuhadaroğlu Alüminyum'un 2016 Mayıs sonunda ortaklara ait arazi üzerinde 12 bin m² kapalı 4 bin m² açık alana sahip halen inşası devam eden yeni tesislerine taşınması planlanmaktadır. Yeni tesislerde yıllık cephe sistemleri üretim kapasitesi 140 bin m²'den 250 bin m²'nin üstüne ulaşacaktır. Çuhadaroğlu Alüminyum bu yatırım için 2 milyon € kredi almıştır.

Çuhadaroğlu Alüminyum

- ✓ 1954 yılından bu yana alüminyum iç ve dış cephe sistemleri taahhüt alanında faaliyet gösteren Çuhadaroğlu Alüminyum, sektörün en deneyimli firmalarındandır.
- ✓ Ortaklık yapısı

Çuhadaroğlu Alüminyum		
Ortak Unvanı	Nominal Değer (TL)	Oran
Çuhadaroğlu Metal	6.654.000	66,54%
Murat Ruhi Çuhadaroğlu	1.463.875	14,64%
Halil Nejat Çuhadaroğlu	1.463.875	14,64%
Sevim Çuhadaroğlu	418.250	4,18%
TOPLAM	10.000.000	100,00%

- ✓ Çuhadaroğlu Alüminyum, iç ve dış cephe sistemleri üretiminde kullandığı alüminyum profilleri öncelikli olarak ana ortağı konumundaki Çuhadaroğlu Metal'den tedarik etmektedir.
- ✓ Hem yurt içinde hem de yurt dışında büyük inşaat firmalarının alt yüklenicisi olarak çalışan Çuhadaroğlu Alüminyum son 5 yılda 600 bin m²'nin üzerinde taahhüt projesi tamamlamıştır.

- ✓ Çuhadaroğlu Alüminyum hali hazırda Ağaoğlu Maslak 1453 ve Atatürk Havalimanı Dış Hatlar Terminali dahil olmak üzere yaklaşık 107 bin m²'lik iş hacmine sahiptir.
- ✓ 2015 yılının son 3 aylık döneminde aralarında Rönesans İnşaat'ın Maltepe İbank konut ve ofis projesi, Tav Tepe Akfen İnşaat ile Atatürk Havalimanı Dış Hatlar Terminali Projesi'nin de yer aldığı toplam 9,7 milyon € ve 12,5 milyon TL tutarında sözleşme imzalamıştır. Şubat 2016 itibariyle Çuhadaroğlu Alüminyum'un devam eden inşaat sözleşmeleri 110.000 m² olup, bunun 65-70 bin m²'lik kısmının 2016 yılında tamamlanması hedeflenmektedir

III. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden, Çuhadaroğlu Halka Arzı Genel Yatırım Tavsiyesi Raporu'ndan ve Çuhadaroğlu Metal Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Çuhadaroğlu Metal

BİLANÇO (Milyon TL) KONSOLİDE	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Dönen Varlıklar	82,5	90,8	117,8	129,3
Nakit ve Nakit Benzerleri	27,5	18,4	13,3	33,7
Ticari Alacaklar	23,6	37	47,6	60,8
Diğer Alacaklar	0,6	0,7	0,2	0,4
Stoklar	26	31	50,4	26,5
Diğer Dönen Varlıklar	4,8	3,5	6,2	7,9
Duran Varlıklar	60,8	59,9	55,6	55,5
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	11,3	11,3	7,6	0,4
Maddi Duran Varlıklar	48,7	47,5	46,4	52,1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,2	0,2	0,3	0,6
Diğer Duran Varlıklar	0,7	0,9	1,1	2,4
TOPLAM VARLIKLAR	143,3	150,7	173,4	184,8
Kısa Vadeli Yükümlülükler	30,6	50,4	65,6	50,7
Kısa Vadeli Borçlanmalar	12,3	11,5	18,4	11,6
İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar	6,8	16,1	15,8	11,4
Ertelenmiş Gelirler	8,2	17,9	24,9	18,7
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,3	4,8	6,5	9,1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15,7	13,8	8,3	13,6
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8,8	7	1,9	7,8
Çalışanlara Sağlanan Fayda Karşılıkları	1,7	1,7	1,8	3,4
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5,2	5,1	4,6	2,5
ÖZKAYNAKLAR	97,1	86,5	99,4	120,5
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	83,5	78,3	88	106,7
Ödenmiş Sermaye	9,3	9,3	62	62
Sermaye Düzeltme Farkları	52,2	52,2	0	0
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	8	8,1	8,3	7,1
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9,3	13	13,2	12,1
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-0,3	-11,7	-10	6,7
Net Dönem Karı/Zararı	4,9	7,3	14,5	18,8
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	13,6	8,2	11,4	13,8
TOPLAM KAYNAKLAR	143,3	150,7	173,4	184,8

GELİR TABLOSU (Milyon TL) KONSOLİDE	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	2014/09	2015/09
Hasılat	82,3	127,7	189,7	131,3	164,2
Satışların Maliyeti (-)	64,9	100,3	149,4	100,8	133,9
Brüt Kar	17,4	27,4	40,3	30,5	30,4
Faaliyet Giderleri	13	16,6	18,8	14,54	14,7
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler	3,9	3,4	2,1	4,3	10,6
Esas Faaliyet Karı	8,3	14,2	23,6	20,2	26,3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	0,1	0,2	0,8	0,8	0,2
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	8,4	14,5	24,5	21,1	26,5
Finansman Gelir/Gideri	-2,2	-3,9	-2,4	-1,70372	-2,5
Vergi Öncesi Kar	6,2	10,6	22,1	19,4	24,0
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-1,2	-2,3	-4,5	-0,3	-2,7
Dönem Karı	5,0	8,3	17,6	19,0	21,3
<i>Ana Ortaklık Payları</i>	<i>4,9</i>	<i>7,3</i>	<i>14,5</i>	<i>15,8</i>	<i>18,8</i>
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>3,1</i>	<i>3,25</i>	<i>2,4</i>

Özet Solo Mali Tablolar

ÇUHADAROĞLU METAL				
BİLANÇO (milyon TL) SOLO	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Dönen Varlıklar	40,1	50,4	64,6	71,5
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,2	6,4	2,1	8,9
Duran Varlıklar	97,6	93,8	91,4	82,6
Finansal Yatırımlar	45,8	42,5	42,5	42,5
TOPLAM VARLIKLAR	137,8	144,2	156,0	154,1
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20,7	26,9	40,5	24,8
Kısa Vadeli Borçlanmalar	12,1	11,4	18,2	9,2
Ertelenmiş Gelirler	2,8	5,2	10,8	5,1
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14,8	12,9	7,7	6,7
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8,8	7,0	1,9	2,3
ÖZKAYNAKLAR	102,3	104,4	107,8	122,6
TOPLAM KAYNAKLAR	137,8	144,2	156,0	154,1

GELİR TABLOSU (Milyon TL) SOLO	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	2014/09	2015/09
Hasılat	73,2	89,7	111,0	74,9	104,4
Satışların Maliyeti (-)	57,2	67,7	84,9	57,4	79,1
Brüt Kar	16,0	21,9	26,1	17,5	25,3
Faaliyet Giderleri	10,9	14,2	17,0	12,6	13,3
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler	3,0	2,5	3,5	3,5	6,6
Esas Faaliyet Karı	8,1	10,3	12,6	8,4	18,6
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	8,2	10,5	12,6	8,4	18,6
Finansman Gelir/Gideri	-2,2	-3,8	-2,2	-1,6	-2,1
Vergi Öncesi Kar	6,0	6,7	10,5	6,8	16,6
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-1,1	-1,4	-2,1	2,5	-1,6
Dönem Karı	4,8	5,4	8,4	9,3	14,9

ÇUHADAROĞLU ALÜMİNYUM

BİLANÇO (milyon TL) SOLO	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Dönen Varlıklar	42,6	42,1	55,6	60,0
Nakit ve Nakit Benzerleri	26,3	12,1	11,3	24,8
Duran Varlıklar	9,0	8,7	6,6	15,4
TOPLAM VARLIKLAR	51,6	50,7	62,3	75,4
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10,2	25,2	27,4	27,4
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,1	0,2	0,2	2,4
Ertelenmiş Gelirler	5,5	13,4	14,3	13,6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	0,9	1,0	0,7	6,9
Uzun Vadeli Borçlanmalar	0,0	0,0	0,0	5,5
ÖZKAYNAKLAR	40,5	24,6	34,1	41,1
TOPLAM KAYNAKLAR	51,6	50,7	62,3	75,4

GELİR TABLOSU (Milyon TL) SOLO	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	2014/09	2015/09
Hasılat	13,6	48,1	91,6	65,9	71,8
Satışların Maliyeti (-)	12,2	42,6	77,5	52,9	66,0
Brüt Kar	1,4	5,5	14,1	13,0	5,8
Faaliyet Giderleri	2,1	2,4	1,7	1,9	1,4
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler	0,9	0,9	-1,4	0,8	3,9
Esas Faaliyet Karı	0,2	3,9	11,0	11,9	8,3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider	0,0	0,0	0,8	0,7	0,2
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	0,2	3,9	11,8	12,6	8,5
Finansman Gelir/Gideri	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4
Vergi Öncesi Kar	0,2	3,9	11,6	12,6	8,1
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-0,1	-1,0	-2,3	-2,9	-0,8
Dönem Karı	0,1	2,9	9,3	9,7	7,2

Amortisman Gideri (milyon TL) Solo	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	2014/09	2015/09
Çuhadaroğlu Metal	3,5	3,7	4,0	3,1	3,2
Çuhadaroğlu Alüminyum	0,6	0,8	0,9	0,8	1,4

IV. Değerlendirme

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Çuhadaroğlu Metal Fiyat Tespit Raporu"nda çarpan analizi kullanılmış olup, bu analiz kabul görmüş bir değerlendirme yöntemidir.

Raporda, yurtiçi ve yurtdışı makroekonomik gelişmeler ile özellikle alüminyum fiyatlarındaki belirsizlikler gibi öngörüsü zor olan bazı faktörler ve Çuhadaroğlu Metal paylarının halka arzı kapsamında hazırlanmış olan İzahname'de Şirket'in gelecek dönemlerdeki finansal durumuna ilişkin projeksiyonların yatırımcılar ile paylaşılmamış olması nedenleriyle Şirket paylarının değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemine yer verilmediği ifade edilmiştir.

Çarpan Analizi

Konsorsiyum lideri olan Deniz Yatırım tarafından hazırlanan raporun çarpan analizi kısmında, Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum için solo mali tablolar baz alınmıştır. Raporda her iki şirket için de Borsa İstanbul ("BİAŞ")'da birebir örtüşen herhangi bir şirket bulunmadığı gerekçesi ile; Çuhadaroğlu Metal için BİAŞ'ta "Metal Ana Sanayi" grubu altında işlem gören şirketlere, Çuhadaroğlu Alüminyum için de BİAŞ'ta işlem gören seçilmiş taahhüt şirketlerine ait çarpanlara göre hesaplama yapılmıştır.

Deniz Yatırım değerlendirme çalışmasında;

-Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (PD/A.O.Özkaynaklar) çarpanları kullanılmıştır.

-Piyasa Değeri/Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (PD/A.O.Özkaynaklar) çarpanı ile yapılan şirket değeri hesaplamasında; Çuhadaroğlu Metal'in aktifinde bulunan Çuhadaroğlu Alüminyum kayıtlı iştirak değeri, Çuhadaroğlu Metal'in solo özkaynaklarından düşülerek 30.09.2015 itibariyle hesaplanan "Düzeltilmiş Özkaynaklar" kullanılmıştır.

-Solo veriler (FAVÖK, Özkaynak ve Net Kar) tespit edilirken, 01.10.2014-30.09.2015 tarihleri arasında Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum'un birbirlerine olan satışlarından kaynaklanan ve bağımsız denetim raporlarının "Bölgümlere Göre Raporlama" başlıklı bölümünde "konsolidasyon düzeltmeleri" olarak sınıflandırılan tutarların Esas Faaliyet Karı'ndan, Net Kar ve Özkaynak tutarlarından düşülmesi suretiyle düzeltme yapılmıştır.

- Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum'un Ertelenmiş gelirler altında sınıflanan "Alınan Avanslar" tutarları finansal borç olarak değerlendirilerek Net Borçlar'ına dahil edilerek "Düzeltilmiş Net Borç" hesaplaması yapılmıştır.

-FAVÖK ve Net Kar verileri 30.09.2015 itibariyle son 12 aylık dönem, Piyasa Değerleri 27.01.2016 tarihli BIST kapanış, Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar ise 30.09.2015'de sona eren hesap dönemi itibariyle hesaplamaya dahil edilmiştir.

Bu kapsamda Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum'un değerlendirilmede kullanılan finansalları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(milyon TL)	Çuhadaroğlu Metal (solo)	Çuhadaroğlu Alüminyum (solo)
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	9,2	2,4
Uzun vadeli Finansal Borçlar	2,3	5,5
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,9	24,8
Net Borç	2,6	-16,9
Alınan Avanslar	5,1	13,6
Düzeltilmiş Net Borç	7,7	-3,3
Özkaynak	79,2*	41,1
Net Kar	13*	6,8
FAVÖK	26,4*	9,0

*Düzeltilmiş

Çarpan	Çuhadaroğlu Metal	+	Çuhadaroğlu Alüminyum	=	Çuhadaroğlu Metal
	Şirket Değeri (solo) (milyon TL)		Şirket Değeri x %66,54* (solo) (milyon TL)		Toplam Şirket Değeri (milyon TL)
FD/FAVÖK	186,2		31,0		217,2
F/K	128,6		44,9		173,5
PD/A.O.Özkaynaklar	84,9		32,0		116,9
Ortalama	133,2		36,0		169,2
Ödenmiş Sermaye	62,0				
Birim pay Değeri	2,73 TL				

* Çuhadaroğlu Metal'in Çuhadaroğlu Alüminyum'da %66,54 oranında ortaklık payı bulunmaktadır.

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan raporda hesaplanan pay fiyatına %26,7 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz birim pay fiyatı 2,00 TL olarak belirlenmiştir.

V. Görüş ve Sonuç

Halka arza aracılık eden Deniz Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğunu, verilen şirket bilgilerinin ve mali verilerin yeterli olduğunu düşünüyoruz.

Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum'un değerlemesinde kar rakamlarında eliminasyonların yapılmış olmasını ve alınan avanslar tutarlarının muhafazakar yaklaşımla, finansal borç olarak düşünülüp düzeltilmiş net borç hesaplamasına dahil edilmesini olumlu buluyoruz.

Geleceğe yönelik projeksiyon verilmemesi nedeniyle değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi kullanılmamış ve tek yöntem olarak Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Değerlemede tek yöntemin kullanılmasının ve ileriye dönük nakit akım projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmamış olmasının bir risk unsuru olabileceğini düşünüyoruz.

Çarpan Analizi yönteminde BİAŞ'ta işlem gören şirketler arasında aynı faaliyet kolunda benzer şirket bulunmaması nedeniyle Çuhadaroğlu Metal için "Metal Ana Sanayi" grubunun kullanılmasını, Çuhadaroğlu Alüminyum için de seçilen taahhüt şirketlerini makul bulmakla birlikte, değerlendirme çalışmasında yurtdışı benzer şirket çarpanlarının da dikkate alınmasının tek yöntem kullanılan değerlemeyi destekleyici ve yararlı olabileceğini düşünüyoruz.

Çuhadaroğlu Metal için hazırlanmış olan fiyat tespit raporundaki değerlendirme metodolojisini ve şirket değerinin belirlenmesine ilişkin hesaplamaları uygun buluyor, bu bağlamda da 2,00 TL halka arz birim fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler 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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.