

Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. ("CUSAN", "Çuhadaroğlu Metal" veya "Şirket") için Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanarak 05.02.2016 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Çuhadaroğlu Metal'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	<table><tr><td>- Ödenmiş Sermaye</td><td>:</td><td>62.000.000 TL</td></tr><tr><td>- Halka Arz Şekli</td><td>:</td><td>Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı</td></tr><tr><td>- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı</td><td>:</td><td>9.250.000 TL</td></tr><tr><td>- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı</td><td>:</td><td>9.250.000 TL</td></tr><tr><td>- Halka Arz Miktarı - Toplam</td><td>:</td><td>18.500.000 TL</td></tr><tr><td>- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)</td><td>:</td><td>25,96%</td></tr></table>	- Ödenmiş Sermaye	:	62.000.000 TL	- Halka Arz Şekli	:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	9.250.000 TL	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	9.250.000 TL	- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	18.500.000 TL	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	25,96%
- Ödenmiş Sermaye	:	62.000.000 TL																	
- Halka Arz Şekli	:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı																	
- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	9.250.000 TL																	
- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	9.250.000 TL																	
- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	18.500.000 TL																	
- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	25,96%																	
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	<table><tr><td>- Halka Arz Fiyatı</td><td>:</td><td>2,00 TL</td></tr><tr><td>- Şirket Değeri</td><td>:</td><td>124 milyon TL</td></tr><tr><td>- Halka Arz Büyüklüğü</td><td>:</td><td>37 milyon TL</td></tr></table>	- Halka Arz Fiyatı	:	2,00 TL	- Şirket Değeri	:	124 milyon TL	- Halka Arz Büyüklüğü	:	37 milyon TL									
- Halka Arz Fiyatı	:	2,00 TL																	
- Şirket Değeri	:	124 milyon TL																	
- Halka Arz Büyüklüğü	:	37 milyon TL																	
Talep Toplama Yöntemi	<table><tr><td>- Sabit Fiyat ile Talep Toplama</td></tr></table>	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama																	
- Sabit Fiyat ile Talep Toplama																			
Aracılık Yöntemi	<table><tr><td>- Konsorsiyum Lideri Bakiyeyi Yüklenim, Konsorsiyum Üyeleri ise En İyi Gayret Aracılığı yöntemiyle aracılık edecektir.</td></tr></table>	- Konsorsiyum Lideri Bakiyeyi Yüklenim, Konsorsiyum Üyeleri ise En İyi Gayret Aracılığı yöntemiyle aracılık edecektir.																	
- Konsorsiyum Lideri Bakiyeyi Yüklenim, Konsorsiyum Üyeleri ise En İyi Gayret Aracılığı yöntemiyle aracılık edecektir.																			
Konsorsiyum Lideri	<table><tr><td>- Deniz Yatırım liderliğinde oluşturulan 22 üyeli konsorsiyum</td></tr></table>	- Deniz Yatırım liderliğinde oluşturulan 22 üyeli konsorsiyum																	
- Deniz Yatırım liderliğinde oluşturulan 22 üyeli konsorsiyum																			
Fiyat İstikrarı İşlemleri	<table><tr><td>- Yapılmayacaktır. Günlük Alım Emri Taahhüdü uygulanacaktır.</td></tr></table>	- Yapılmayacaktır. Günlük Alım Emri Taahhüdü uygulanacaktır.																	
- Yapılmayacaktır. Günlük Alım Emri Taahhüdü uygulanacaktır.																			
Günlük Alım Emri Taahhüdü	<table><tr><td>- Payların işlem görmeye başladığı gün dahil ilk 20 iş günü boyunca her gün <u>halka arz fiyatından 500.000 adet günlük alım emri</u> açılış seansında girilecektir. Halka arz büyüklüğünün %40'ına karşılık gelen 14,8 milyon TL'lik kaynak aktarılacaktır.</td></tr></table>	- Payların işlem görmeye başladığı gün dahil ilk 20 iş günü boyunca her gün <u>halka arz fiyatından 500.000 adet günlük alım emri</u> açılış seansında girilecektir. Halka arz büyüklüğünün %40'ına karşılık gelen 14,8 milyon TL'lik kaynak aktarılacaktır.																	
- Payların işlem görmeye başladığı gün dahil ilk 20 iş günü boyunca her gün <u>halka arz fiyatından 500.000 adet günlük alım emri</u> açılış seansında girilecektir. Halka arz büyüklüğünün %40'ına karşılık gelen 14,8 milyon TL'lik kaynak aktarılacaktır.																			
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	<table><tr><td>- Şirket ortakları 1 yıl pay satışı yapmama, Şirket ise 1 yıl bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdü vermiştir.</td></tr></table>	- Şirket ortakları 1 yıl pay satışı yapmama, Şirket ise 1 yıl bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdü vermiştir.																	
- Şirket ortakları 1 yıl pay satışı yapmama, Şirket ise 1 yıl bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdü vermiştir.																			
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	<table><tr><th>Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr><tr><td>- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>80%</td><td>14.800.000</td></tr><tr><td>- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>20%</td><td>3.700.000</td></tr></table>	Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	80%	14.800.000	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	3.700.000									
Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı																	
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	80%	14.800.000																	
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	3.700.000																	
BİST İşlem Kodu	<table><tr><td>- CUSAN</td></tr></table>	- CUSAN																	
- CUSAN																			
Talep Toplama Tarihleri	<table><tr><td>- 10 - 11 - 12 Şubat 2016</td></tr></table>	- 10 - 11 - 12 Şubat 2016																	
- 10 - 11 - 12 Şubat 2016																			

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Şirkete ilişkin bilgiler

Ticari faaliyetlerin temeli 1954 yılında Yüksek Mimar Ahmet Çuhadaroğlu tarafından Kağıthane’de kurulan doğrama atölyesinde atılmış olup, faaliyetler 1965 yılından bu yana, ağırlıklı olarak mimari uygulamalarda kullanılan ekstrüzyon ürünlerinin üretimi ve işlenmesi ile devam etmektedir.

1978 yılında ekstrüzyon ürünlerinin üretimi ve işlenmesi için Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. (“Çuhadaroğlu Metal”), cephe sistemleri üretimi ve taahhüt işlerini gerçekleştirmek üzere de Çuhadaroğlu Alüminyum Sanayi ve Pazarlama A.Ş. (“Çuhadaroğlu Alüminyum”) kurulmuştur.

Çuhadaroğlu Metal, üretim faaliyetlerini İstanbul Beylikdüzü’nde mevcut ortakların sahip olduğu arazi üzerinde 33.000 m²’si kapalı olmak üzere toplam 39.000 m²’lik alanda kurulu tesislerde sürdürmektedir.

Dökümhane, Ekstrüzyon Presleri, Yüzey İşlem ve Mekanik İşlem bölümlerinden oluşan entegre tesislerde; külçe halindeki alüminyum hammaddeden mimari ve endüstriyel uygulamalarda kullanılan profil (ara mamül) ve mamüllerin (Interax Ürünleri) üretimi gerçekleştirilmektedir.

Çuhadaroğlu Metal’in 191 mavi yakalı 151 beyaz yakalı toplam 342 çalışanı vardır. Beyaz yakalı çalışanların yaklaşık %30’u mimar ve mühendislerden oluşmaktadır.

Dökümhane: Yıllık biyet üretim kapasitesi toplam 16.200 tondur.

Ekstrüzyon Presleri: Yıllık profil üretim kapasitesi 19.000 tondur.

Yüzey İşlem: Yıllık 10.000 ton eloksallama, 5.000 ton toz boyama kapasitesi bulunmaktadır.

Mekanik İşlem: Proje özelliklerine göre profillerin kesim, frezeleme, delik delme ve birleştirme işlemleri yapılmakta olup, Interax markalı otomatik kapı ve güvenlik doğramalarının imalatı da bu bölümde gerçekleştirilmektedir.

Çuhadaroğlu Alüminyum, 1954 yılından bu yana alüminyum iç ve dış cephe sistemleri taahhüt alanında faaliyet göstermekte olup, sektörün en deneyimli firmalarındandır.

Üretilen başlıca ürünler; kapı - pencere doğrama sistemleri, cephe giydirme sistemleri ve ışıklıklardır.

Çuhadaroğlu Alüminyum’un 144 mavi yakalı, 80 beyaz yakalı toplam 224 çalışanı vardır. Beyaz yakalı çalışanların yaklaşık %40’ı mimar ve mühendislerden oluşmaktadır.

Çuhadaroğlu Alüminyum, iç ve dış cephe sistemleri üretiminde kullandığı alüminyum profilleri öncelikli olarak ana ortağı konumundaki Çuhadaroğlu Metal’den tedarik etmektedir.

Çuhadaroğlu Alüminyum, havalimanı, ofis, konut, fabrika, hastane gibi birçok yapı tipine özel proje çözümleri geliştirerek uzmanlık alanlarını genişletmiştir.

Çuhadaroğlu Alüminyum, yıllık 140.000 m² cephe sistemleri üretim ve montaj kapasitesine sahiptir. Devam eden yatırımların tamamlanmasıyla 2016 yılında kapasitenin 250.000 m²’nin üzerine çıkartılması hedeflenmektedir.

Hem yurt içinde hem de yurt dışında büyük inşaat firmalarının alt yüklenicisi olarak çalışan Çuhadaroğlu Alüminyum, son 5 yılda 600.000 m²’nin üzerinde taahhüt projesi tamamlamıştır.

Çuhadaroğlu Metal'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI				
	Halka Arz Öncesi Sermaye	Halka Arz Öncesi Sermaye Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye	Halka Arz Sonrası Sermaye Payı
Sevim Çuhadaroğlu	7.738.736	12,48%	6.584.166	9,24%
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%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	18.500.000	25,96%
Toplam	62.000.000	100%	71.250.000	100%

3- Finansal Tablolar

BİLANÇO	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
VARLIKLAR	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Dönen Varlıklar	82.469.542	90.760.165	117.812.760	129.344.592
Nakit ve Nakit Benzerleri	27.533.486	18.430.679	13.346.020	33.736.106
Ticari Alacaklar	23.559.062	37.026.396	47.623.174	60.838.324
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.144.610	1.855.854	3.803.575	5.693.933
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	22.414.452	35.170.542	43.819.599	55.144.391
Diğer Alacaklar	608.738	712.240	226.403	396.306
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	53.789	94.400	0	6.356
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	554.949	617.840	226.403	389.950
Stoklar	26.001.661	31.002.236	50.401.344	26.476.519
Peşin Ödenmiş Giderler	1.966.605	749.977	2.635.658	4.403.420
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Dönen Varlıklar	0	0	433.232	2.817.702
İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	0	782.709	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	2.799.990	2.055.928	3.146.929	676.215
Duran Varlıklar	60.842.851	59.941.115	55.554.165	55.478.244
Finansal Yatırımlar	46	46	46	0
Diğer Alacaklar	7.231	7.231	7.231	70
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7.231	7.231	7.231	70
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	0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	0	0	0	2.434.195
Ertelenmiş Vergi Varlığı	674.076	0	318.928	0
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
Kısa Vadeli Borçlanmalar	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
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	0	0	0	0
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	6.798.725	16.077.370	15.838.035	11.355.241
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	639.080	2.183.171	3.109.100	1.778.133
Diğer Borçlar	0	20.000	1.677.827	1.283.105
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0	20.000	15.000	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	0	1.662.827	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
Kısa Vadeli Karşılıklar	975.967	1.304.939	1.136.440	1.421.228
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	664.452	993.424	741.425	1.010.110
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	311.515	311.515	395.015	411.118
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.324.344	817.965	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.690.378	13.789.251	8.340.514	13.613.750
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.777.914	6.991.766	1.880.467	7.754.720
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.676.878	1.694.392	1.810.176	3.401.922
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli	1.676.878	1.694.392	1.810.176	3.401.922

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Karşılıklar				
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.235.586	5.103.093	4.649.871	2.457.108
ÖZKAYNAKLAR	97.068.887	86.543.710	99.444.506	120.474.505
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	83.514.892	78.307.635	88.028.886	106.721.079
Ödenmiş Sermaye	9.335.696	9.335.696	62.000.000	62.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	52.228.887	52.228.887	0	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	8.016.594	8.131.703	8.316.951	7.078.249
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları			-257.526	-414.571
Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç / Kayıpları			8.574.477	7.492.820
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	9.273.193	13.023.344	13.175.165	12.098.983
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	-267.189	-11.699.058	-9.999.233	6.694.609
Net Dönem Karı / (Zararı)	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

GELİR TABLOSU	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
KAR VEYA ZARAR KISMI	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2014	30.09.2015
Hasılat	82.252.478	127.720.738	189.668.755	131.295.711	164.225.534
Satışların Maliyeti (-)	(64.869.548)	(100.296.620)	(149.400.414)	(100.837.549)	(133.866.671)
BRÜT KAR/(ZARAR)	17.382.930	27.424.118	40.268.341	30.458.162	30.358.863
Genel Yönetim Giderleri (-)	(5.483.300)	(6.779.767)	(6.557.713)	(5.876.375)	(5.959.719)
Satış Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)	(6.764.119)	(8.732.519)	(10.718.317)	(7.641.128)	(7.541.125)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(719.993)	(1.049.722)	(1.486.610)	(1.021.536)	(1.181.220)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.708.585	7.992.884	11.747.929	13.760.316	23.559.069
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(1.804.270)	(4.608.796)	(9.638.759)	(9.453.728)	(12.926.153)
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	8.319.833	14.246.198	23.614.871	20.225.711	26.309.715
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	66.752	214.737	836.741	833.217	172.368
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-	-	-
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)	8.386.585	14.460.935	24.451.612	21.058.928	26.482.083
Finansman Gelirleri	-	-	-	304	139.200
Finansman Giderleri (-)	(2.227.063)	(3.864.821)	(2.353.411)	(1.704.024)	(2.633.630)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	6.159.522	10.596.114	22.098.201	19.355.208	23.987.653
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	(1.192.311)	(2.345.571)	(4.454.931)	(307.852)	(2.715.787)
-Dönem Vergi (Gideri)/Geliri	(6.785.517)	(1.841.372)	(5.291.463)	(4.707.862)	(4.544.492)
-Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	5.593.206	(504.199)	836.532	4.400.010	1.828.705
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)	4.967.211	8.250.543	17.643.270	19.047.356	21.271.866
DÖNEM KARI/(ZARARI)	4.967.211	8.250.543	17.643.270	19.047.356	21.271.866
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	39.500	963.480	3.107.267	3.245.599	2.422.628
Ana Ortaklık Payları	4.927.711	7.287.063	14.536.003	15.801.757	18.849.238

4- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz ortak satışı ve sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştirileceği için halka arzda ortakların elde edeceği gelir kendi tasarruflarında olacaktır. Bununla birlikte ortak satışından elde edilecek net 16,9 milyon TL'lik gelirin 14,8 milyon TL'lik kısmı Geri Alım Emri Taahhüdünde kullanılmak üzere bloke edilecektir.

Sermaye artırımından elde edilecek 15,7 milyon TL'lik net gelirin 2,6 milyon Euro karşılığı 8,4 milyon TL'lik kısmının;

- Alüminyum külçeden biyet üretim kapasitesinin 16.200 tondan 32.400 tona çıkarılması için devam eden makine ve ekipman yatırımları ve

- AR-GE tesisleri, mekanik işlem, kalıphane, ambalajlama ve sevkiyat bölümlerinde devam eden makine ve ekipman yatırımlarında kullanılması,

Kalan 7,3 milyon TL'lik kısmının ise alüminyum külçe alımında kullanılması planlanmaktadır.

5- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Değerleme Özeti

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket'in kontrolü dışındaki yurtiçi ve yurtdışı makroekonomik gelişmeler ile alüminyum fiyatlarındaki belirsizlik nedeniyle Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) yönteminin incelenmesine karşılık, Şirket paylarının değerinin tespit edilmesinde İNA yöntemine yer verilmediği belirtilmiştir.

Çuhadaroglu Metal'in değerlemesinde hem Çuhadaroglu Metal'in, hem de %66,54 oranında bağlı ortaklığı olan Çuhadaroglu Alüminyum'un solo finansal verileri baz alınarak her iki şirketin çarpan analizi yöntemine göre solo değerleri hesaplanmıştır.

Çarpan analizinde Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar (PD/A.O. Özkaynaklar) çarpanları ve söz konusu iki şirket için benzer nitelikte işlem gören şirketlerin 27.01.2016 tarihi itibarıyla verileri kullanılarak analiz yapılmıştır.

Şirket verileri olarak ise söz konusu iki şirketin 30.09.2015 dönemi ve söz konusu dönem itibarıyla kayıtlı (yıllıklandırılmış) verileri kullanılmıştır.

FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler dahil edilmiştir.

Net borç hesaplamasında ise ertelenmiş gelirler altında yer alan Alınan Avanslar tutarları finansal borç olarak değerlendirilerek Düzeltilmiş Net Borç hesaplanmıştır.

Solo finansal verilerden hareketle hesaplanan iki Şirketin toplam değerlerinden Çuhadaroglu Metal'in %100'ü, Çuhadaroglu Alüminyum'un ise %66,54'ü (konsolidasyon oranı) toplanarak toplam şirket değeri tespit edilmiştir.

a) Çuhadaroglu Metal Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

BİST'te işlem gören "Metal Ana Sanayi" şirketlerinden uç değerlere sahip şirketlerin çarpanları değerlendirme dışı bırakılarak 27.01.2016 tarihli kapanış fiyatlarından hareketle FD/FAVÖK, F/K ve PD/Ana Ortaklığa ait Öz Kaynaklar medyan çarpanları ile hesaplanan şirket değerleri eşit oranda ağırlıklandırılarak Çuhadaroglu Metal'in solo şirket değeri 133,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket Verileri Milyon (TL)	Net Kar	A.O. Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
Net Kar	13,0	79,2	26,4	7,7

FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 15'ten, F/K çarpanı 20'den, PD/A.O.Özkaynaklar çarpanı 3'ten büyük olan şirketler çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

	F/K	PD/A.O. Özkaynaklar	FD/FAVÖK
Benzer Şirket Medyan Çarpanları	9,86	1,07	7,35

Şirket Değeri (Milyon TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
Benzer Şirket Çarpanlarına Göre	128,6	84,9	186,2	133,2

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

b) Çuhadaroğlu Alüminyum Çarpan Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

BİST'te işlem gören seçilmiş taahhüt şirketlerinin verilerinden hareketle FD/FAVÖK, F/K ve PD/Ana Ortaklığa ait Öz Kaynaklar medyan çarpanları ile hesaplanan şirket değerleri eşit oranda ağırlıklandırılarak Çuhadaroğlu Alüminyum'un solo şirket değeri 54,1 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket Verileri Milyon (TL)	Net Kar	A.O. Öz kaynaklar	FAVÖK	Net Borç
Net Kar	6,8	41,1	9,0	-3,3

FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 15'ten, F/K çarpanı 20'den, PD/A.O.Özkaynaklar çarpanı 3'ten büyük olan şirketler çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

	F/K	PD/A.O. Öz kaynaklar	FD/FAVÖK
Benzer Şirket Medyan Çarpanları	9,87	1,17	4,82

Şirket Değeri (Milyon TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
Benzer Şirket Çarpanlarına Göre	67,4	48,2	46,6	54,1

c) Çuhadaroğlu Metal Nihai Şirket Değeri

Çuhadaroğlu Metal'in nihai şirket değeri;

- Çuhadaroğlu Metal için hesaplanan solo şirket değeri olan 133,2 milyon TL'ye
- Çuhadaroğlu Alüminyum için hesaplanan solo şirket değeri olan 54,1 milyon TL'nin Çuhadaroğlu Metal'in sahip olduğu %66,54'lük paya karşılık gelen 36,0 milyon TL'nin

Eklenmesiyle toplam şirket değeri 169,2 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin halka arz öncesi 62,0 milyon TL olan sermayesi dikkate alındığında birim pay değeri 2,73 TL'ye karşılık gelmektedir. söz konusu değer üzerinden %26,7 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 2,00 TL olarak belirlenmiştir.

6- Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Çuhadaroğlu Metal'in fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiştir.
- Şirketin geleceğe yönelik projeksiyonlarını içeren İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemi incelenmesine karşılık, belirtilen sebeplerden ötürü fiyat tespit raporunda yer verilmemiştir.
- Çarpan analizi yöntemi olarak Şirket değerinin tespitinde kullanılan FD/FAVÖK, F/K ve PD/A.O. Özkaynaklar çarpanlarının kullanılmasını yeterli ve uygun buluyoruz.
- Şirketlerin faaliyet alanlarıyla ilgili birebir benzer şirket bulunmaması nedeniyle BİST Metal Ana Sanayi endeksinde ve taahhüt sektöründe yer alan şirketlerin seçilmesini uygun buluyoruz.
- Uç değerlerin çarpan hesaplanmasında dikkate alınmamasını ve hesaplanan çarpanların mevcut piyasa çarpanlarına göre uygun olması sebebiyle makul buluyoruz.
- Şirket değerinin tespitinde baz alınacak şirket verilerinin dikkate alınmasında düzeltilmiş finansal verilerin alınmasını makul buluyoruz.
- Şirket değerlerinin tespitinin çarpanlara göre elde edilen değerlere eşit ağırlık verilmesinin makul buluyoruz.
- Yapmış olduğumuz şirket değeri hesaplamasına göre elde ettiğimiz sonuçlar çerçevesinde, Deniz Yatırım tarafından %27,6 halka arz iskontosu ile belirlenen 2,00 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.