

**TUĞÇELİK ALÜMİNYUM VE METAL MAMÜLLERİ  
SAN. VE TİC. A.Ş.****[TUCLK]****09.06.2014****Amaç**

*Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin, Tuğçelik Alüminyum ve Metal Mamülleri San. Ve Tic. A.Ş. ("Tuğçelik", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.*

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

**TUĞÇELİK ALÜMİNYUM VE METAL MAMÜLLERİ  
SAN. VE TİC. A.Ş.****Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz  
Raporu**

**Firma demir-çelik ve alüminyum döküm sektöründe faaliyet göstermektedir.** Tuğçelik 1988 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Şirket kurulduğu ilk yıllardan itibaren yassı sac, çelik levha ticareti yapmaktadır. Şirketin yassı çelik ticareti yaptığı ve depo olarak kullandığı tesisleri Tavşanlı Köyü/ Gebze'de bulunmaktadır. Şirket 2004 yılında alüminyum döküm tesislerini devreye almış, demir-çelik ürünleri ticareti yanında, alüminyum döküm imalatına da başlamıştır. Şirket'in kapasite raporuna göre alüminyum döküm kapasitesi yıllık 6.400 ton'dur. Şirket'in tesisleri Sancaktepe/İstanbul'da olup, Şirket Haziran 2013'de tesislerini 7.359.755 USD'ye Halk Finansal Kiralamaya satıp, geri kiralamıştır.

Şirket ayrıca Dilovası/Kocaeli'nde bulunan arsasını ve CNC işleme ünitesini Alternatif Finansal Kiralama Şirketine satıp, geri kiralamıştır.

Tuğçelik'in, 31.03.2014 itibarıyla çalışan sayısı 113 kişidir.

**Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında**

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 100.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 25.000.000 TL'dir. Bu sermaye, her biri 1.00 (bir) TL nominal değerinde 25.000.000 adet (A) grubu nama, 12.500.000 adet (B) grubu hamiline olmak üzere toplam 25.000.000 adet paya bölünmüştür. Her bir payın itibari değeri eşit olup, (A) grubu payların her birinin 15 oy hakkı olup, (B) grubu her bir payın bir oy hakkı vardır. Kar dağıtımında imtiyaz bulunmamaktadır. Şirket sermayesinde (halka arz öncesi) %100 pay ile Nergiz ailesi hakim ortak konumundadır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
<b>Halka arz şekli</b>	<b>PAY -Adet</b>
Sermaye artırım	5.000.000
Ortak Satış	2.000.000
<b>Toplam*</b>	<b>7.000.000</b>
<i>*ilave 1.750.000 pay "satışa hazır bekletilen pay" kapsamında oluşturulmuş olup halka arz sonrası, Şirket payları halka arz fiyatından %25 yükseldiği takdirde bu paylar da borsada satışa konu olabilecektir.</i>	
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	
Halka arz fiyatı	4,0 TL
Brüt Halka arz geliri	28 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	18,8 mn TL
<b>Kotasyon</b>	
Halka arz tarihi	10-11 Haziran 2014
İşlem göreceği pazar	II.Ulusal Pazar
<b>Halka arz Taahhütleri</b>	
Sermaye artımı yapmama	1 Yıl boyunca bedelli sermaye artırım yapmama
Ortak satış yapmama	1 Yıl boyunca ortak satış yapmama
<b>Halka arz Yöntemi</b>	
Aracılık Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Aracı Kurum	A1 Capital
Halka arz satış Yöntemi	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış

ORTAKLIK YAPISI				
Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Mehmet Nergiz	17.500.000	70,0%	15.500.000	51,7%
Tuba Nergiz	7.500.000	30,0%	7.500.000	25,0%
Halka Açık	-	-	7.000.000	23,3%
<b>TOPLAM</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>30.000.000</b>	<b>100,0%</b>



## Şirket'in satışları ve finansal durumu hakkında

Şirket, 2013 yılında 53,7 mn TL satış gerçekleştirmiş ve satış gelirlerinin 40,2 mn TL'sini demir çelik ürünleri ticaretinden, 7,8 mn TL'sini ise alüminyum döküm ürünleri imalat ve satışından elde etmiştir. Şirket'in 2013 yılı içinde Arçelik ile olan sözleşmesinin fesih edilmesi nedeniyle 2011 yılında 14,4 mn TL, 2012 yılında 15,3 mn TL olan alüminyum döküm satışları 7,8 mn TL düzeyine gerilemiştir. Şirket'in demir çelik satışları ise 2011 yılındaki 51,8 mn TL seviyesinden 2013 yılında 40,2 mn TL seviyesine gerilemiştir. 2014 yılı ilk çeyreğinde Şirket'in satışları geçen yılın aynı dönemine göre %4 artış kaydetmiştir. Şirket'in döküm kalıpları vb faaliyetten elde edilen diğer gelirler kalemi altında, 2012 yılında 1,8, 2013 yılında 5,8 mn TL gelir elde edilmiştir. Şirket'in satışları ve alımları döviz cinsinden gerçekleşmektedir.

Şirket'in borçluluk düzeyi oldukça yüksektir. Şirketin finansal borçları 67,9 mn TL seviyesinde olup net borç/özsermaye oranı 2013 yılı için 3,15; 31.03.2014 itibarıyla 2,99 seviyesindedir. Finansal borçların bir kısmı, Şirketin kendi üretim tesislerini finansal kiralama şirketlerine satıp, geri kiralaması nedeniyle oluşmuştur. 31.03.2014 itibarıyla Şirketin bağımsız denetim raporu- likidite riski tablosunda yer aldığı şekliyle finansal borçları; 50 mn TL'si banka kredilerinden, 16,2 mn TL finansal kiralama işlemlerinden (sat- geri kirala işlemleri nedeniyle), 3,8 mn TL'si ise finansal kiralama yükümlülüklerinden oluşmaktadır. Şirketin Haziran 2013'de Sancaktepe tesislerinin finansal kiralama şirketine satılıp geri kiralanması nedeniyle bu kapsamda elde edilen kar, ertelenmiş gelirler kaleminde izlenmekte ve döneme ait olan tutar ise gelir tablosunda yatırım faaliyetlerinden gelir olarak yansıtılmaktadır. 2013 yılsonu itibarıyla yatırım faaliyetlerinden gelirlere 942.771 TL, 31.03.2014 gelir tablosuna ise 471.385 TL olarak yansıtılmıştır. Bu kapsamda elde edilen kar, Haziran 2013 den itibaren 6 yıl olarak gelir tablolarına yansıtılacaktır.

Şirket'in bilançosunda diğer alacaklar kalemi altında izlenen ilişkili taraf alacakları 30.03.2014 itibarıyla 9,6 mn TL'dir. (Ortaklardan alacaklar 2,5 mn TL, diğer ilişkili taraflardan alacaklar 7,1 mn TL). Şirket, daha önce satın aldığı "saadet" isimli gemiyi Malta'da mukim grup şirketlerinden Eurasia North Shipping Ltd.'ye 2013 Haziran ayında 2.485.000 USD bedelle satmıştır. Şirketin söz konusu alacağının bir kısmı Halka arz esnasında Mehmet Nergiz'e ait paylardan, ortak satışından elde edilecek fondan karşılanacak, kalan tutarlar 31.12.2014 tarihine kadar yine aynı kişi tarafından peyder pey Şirkete ödenecektir .

Şirket'in sac ithalatı nedeniyle 15,1 mn TL verilen sipariş avansı tutarı bulunmaktadır. Şirket, ayrıca Malta'da bulunan ilişkili şirkete, Temmuz 2012'de, yurtdışı ihalelere katılınması için 900.000 \$ avans

FİNANSAL ÖZET					
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL					
yıllık					
	2014/3	2013	2012	2011	
Dönen Varlıklar	73,0	69,8	44,6	59,9	
Duran Varlıklar	34,5	38,7	27,9	22,2	
K.V.Yükümlülük	58,6	59,1	41,8	49,8	
U.V.Yükümlülük	22,5	23,5	5,7	8,5	
Öz Kaynaklar	26,5	25,9	24,9	23,8	
Sermaye	25,0	25,0	25,0	25,0	
Nakit Değerler*	6,2	0,7	0,7	4,1	
Finansal Borçlar	67,9	67,6	41,5	51,8	
Net Nakit	-61,7	-66,8	-40,8	-47,8	
* Finansal yatırımlar dahil (vadeli mevduat)					
GELİR TABLOSU – mn TL					
DÖNEMSEL	2014/3	2013/3	2013	2012	2011
Satışlar	14,47	13,93	53,74	63,01	67,38
E.Faaliyet Karı *	1,80	0,69	5,51	3,65	3,16
FAVÖK*	2,31	1,20	7,53	5,32	4,56
Net Kar	0,46	0,03	1,01	1,17	-1,22
* Esas Faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç					
Dönemsel Değişim %					
	2014/3	2013		2012	
Satışlar	3,9%	-14,7%		-6,5%	
FAVÖK	93,6%	41,6%		16,6%	
Net Kar	1552,6%	-13,8%			
KARLILIK MARGİNLERİ %					
Yıllık ve cari dönem					
	2014/3	2013/3	2013	2012	2011
FAVÖK/Satışlar	16,0%	8,6%	14,0%	8,4%	6,8%
Net Kar/Satışlar	3,2%	0,2%	1,9%	1,9%	-1,8%



ödemesi yapmış olup söz konusu tutar peşin ödenmiş giderler kalemi altında yer almaktadır.

Şirket'in şüpheli alacak tutarı olan 634.397 TL, Şirket'in hakim ortağı Mehmet Nergiz tarafından üstlenilmiş ve 30.04.2014 tarihinde 635.000 TL ödeme ile Şirketin şüpheli alacakları Mehmet Nergiz tarafından ödenmiştir.

Şirket, 2013 yılı faaliyetlerinden 5,5 mn TL esas faaliyet karı, 1 mn TL ise net kar üretmiştir. Şirket'in ticari işlemleri ve borçları döviz cinsinden olduğundan şirketin kur hareketlerine duyarlılığı oldukça yüksektir. Şirket, 2013 yılsonu itibarıyla esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler kaleminde ticari alacaklarından dolayı 6,73 mn TL gelir elde etmiştir. Finansman faaliyetlerinde banka kredilerinden kaynaklanan kur geliri ise 1,2 mn TL olup, Şirketin kur ve faiz giderleri ise 14,5 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirketin finansalları incelendiğinde Şirketin faaliyet karlılığı ve kar marjları, katlanılan yüksek kaldıraç oranlarına, yüksek faiz giderlerine göre düşük düzeydedir. Bu nedenle Şirketin kendi tesislerini satıp geri kiralaması yoluyla ürettiği nakdin, katlanılan faiz marjlarına göre düşük düzeyde getiri için tercih edilmesi, Şirketin nakit akışı açısından olumsuz bir seyir izlediğine işaret etmektedir. Şirketin faiz karşılama oranı çok düşük düzeydedir. 31.03.2014 itibarıyla Şirketin cari oranı 1,25, likidite oranı ise 0,74 düzeyindedir.

Şirket 2013 yılsonu itibarıyla 7,5 mn TL FAVÖK üretirken FAVÖK marjı %14 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in özkaynakları 31.03.2014 dönemi itibarıyla 26,5 mn TL olup, Şirketin özsermaye karlılığı 2011 için %-5; 2012 için %5, 2013 için %4; 2014/3 aylık dönemde ise %3 düzeyindedir.

Şirket'in 2012 yılında Ticari Alacak devir süresi 152 gün, 2013 yılında 175 gün düzeyindedir. Stok devir süresi 2012 için 49, 2013 için 84 gündür. Ticari borç devir süreleri ise 2012 için 28, 2013 için 29 gün olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in fiyat tespit raporunda ticari alacaklar için 149, stoklar için 62 gün, ticari borçlar için 26 gün olarak baz alınmış olup, Projeksiyon için öngörülen devir süreleri, Şirketin satış hacminde yüksek oranlı artış kaydedilmesi halinde, geçmiş yıl performansları ile tutarlıdır.

Şirket'in 31.03.2014 tarihi itibarıyla vermiş olduğu Teminat, rehin ve ipotek toplamı 42,9 mn TL'dir ve bu tutarın 8,5 mn TL'sini kullanılan kredilere karşı verilen ipotek oluşturmaktadır. Şirket 2011-2012 ve 2013 yılında kar dağıtımı ve sermaye artırımını yapmamıştır.

FİNANSAL RASYOLAR (Yıllıklandırılmış)			
Halka Arz Öncesi (Sermaye 25 mn TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
69,4	3,8	2,9	18,4
Halka Arz Sonrası (Sermaye 30 mn TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
83,3	2,7	3,0	18,5



### Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

Şirket halka arz gelirinin 7.150.000 TL'si ile alüminyum döküm parçalarının işlenmesinde kullanılmak üzere makine ve ekipman yatırımı ( 2 adet CNC üretim ünitesi), 11.650.000 TL'si ile kısa vadeli kredilerden yüksek maliyeti olanların kapatılmasında kullanmayı planlanmaktadır.

### Projeksiyon Hakkında

Şirketin faaliyetleri döviz cinsinden gerçekleştiğinden Şirket projeksiyonları fiyat tespit raporunda Euro olarak yapılmıştır. Euro/TL kur sabit kabul edilirse<sup>1</sup>, Şirket'in önümüzdeki yıllarda, **TL bazında** satışlarının aşağıdaki şekilde oluşacağı varsayılmıştır. Şirket'in satışlarının 2014 yılı için %47; 2015 yılı için %38 oranında artacağı, 2017 yılında %15 seviyesine düşeceği ve sonraki yıllarda %1 artacağı öngörülmüştür.

Satışlar (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018 T
Demir-Çelik Satışları	51,82	45,90	40,22	38,54	38,54	38,54	38,54	38,54
<i>Demir –Çelik Satışları yıllık büyüme</i>		-11,4%	-12,4%	-4,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Alüminyum Satışları	14,39	15,26	7,75	33,47	63,07	87,32	106,54	114,46
<i>Alüminyum Satışları yıllık büyüme</i>		6,0%	-49,2%	332,0%	88,4%	38,4%	22,0%	7,4%
Diğer	1,17	1,85	5,78	7,16	7,88	8,67	9,53	10,49
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>67,38</b>	<b>63,01</b>	<b>53,74</b>	<b>79,18</b>	<b>109,49</b>	<b>134,53</b>	<b>154,62</b>	<b>163,49</b>
<i>Satışlar Yıllık Büyüme</i>		-6,5%	-14,7%	47,3%	38,3%	22,9%	14,9%	5,7%

Şirket'in demir-çelik satışlarının (Şirket demir çelik ürünleri üretmeyip ticari olarak alım satımını gerçekleştirmektedir) 2014 sonrasında artmayacağı ve 38,5 mn TL seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirket'in kendi üretimi olan alüminyum döküm satışlarının ise 14-15 mn TL seviyesinden 2014 yılında iki katına, 2015 yılında 4 katına, 2017 sonunda ise 7 katına ulaşacağı öngörülmüştür. Şirket'in 2013 yılında Arçelik ile ticari ilişkisinin bitmesi nedeniyle Alüminyum döküm satışları yarıya düşmüştür. 2014 yılında, 2013 yılındaki bu segmentteki ciro kaybının telafi edileceği ve 2013 yılına göre 4 kat ciroya ulaşacağı öngörülmüştür. Öngörünün temelinde 2013 ve 2014 yılında yapılan genel tedarik anlaşmalarının tamamının birebir satışlara yansıtacağı kabulüne dayanmaktadır.

<sup>1</sup> Euro/TL kuru, yurtiçinde 2014-2018 yıllarında her yıl için %4 artacağı varsayılırsa Şirket'in satışları aşağıdaki şekilde oluşacaktır:

Satışlar (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018 T
Demir-Çelik Satışları	51,82	45,90	40,22	38,54	40,08	41,69	43,35	45,09
<i>Demir –Çelik Satışları yıllık büyüme</i>		-11,4%	-12,4%	-4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Alüminyum Satışları	14,39	15,26	7,75	33,47	65,59	94,44	119,85	133,90
<i>Alüminyum Satışları yıllık büyüme</i>		6,0%	-49,2%	332,0%	95,9%	44,0%	26,9%	11,7%
Diğer	1,17	1,85	5,78	7,16	8,19	9,37	10,72	12,27
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>67,38</b>	<b>63,01</b>	<b>53,74</b>	<b>79,18</b>	<b>113,87</b>	<b>145,50</b>	<b>173,93</b>	<b>191,26</b>
<i>Satışlar Yıllık Büyüme</i>		-6,5%	-14,7%	47,3%	43,8%	27,8%	19,5%	10,0%



Euro/TL kuru sabit kabul edilirse, Şirket'in satış gelir projeksiyonunun ise aşağıdaki şekilde oluşması beklenmektedir.

Gelir Tablosu (mn TL)	2011	2012	2013	2014T	2015T	2016T	2017T	2018 T
<b>Net Satışlar</b>	<b>67,38</b>	<b>63,01</b>	<b>53,74</b>	<b>79,18</b>	<b>109,49</b>	<b>134,53</b>	<b>154,62</b>	<b>163,49</b>
Demir-Çelik Satışları Brüt Kar	3,60	1,71	4,51	2,81	2,81	2,81	2,81	2,81
<i>Demir –Çelik Satışları Brüt Kar Marjı</i>	<i>6,9%</i>	<i>3,7%</i>	<i>11,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,3%</i>
Alüminyum Satışları Brüt Kar	0,39	1,73	-2,18	7,53	14,19	19,65	23,97	25,75
<i>Alüminyum Satışları Brüt Kar Marjı</i>	<i>2,7%</i>	<i>11,3%</i>	<i>-28,1%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,5%</i>	<i>22,5%</i>
Diğer Satışlar Brüt Kar	1,17	1,85	5,53	3,58	3,94	4,33	4,77	5,24
Toplam Brüt Kar	5,16	5,30	7,86	13,93	20,94	26,79	31,55	33,81
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>7,7%</i>	<i>8,4%</i>	<i>14,6%</i>	<i>17,6%</i>	<i>19,1%</i>	<i>19,9%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,7%</i>
Esas Faaliyet Karı (net)	3,16	3,65	5,51	10,46	16,15	20,90	24,80	26,65
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,8%</i>	<i>10,3%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,7%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,0%</i>	<i>16,3%</i>
Amortisman	1,40	1,67	2,02	1,83	1,47	1,29	1,03	1,00
FAVÖK	4,56	5,32	7,53	12,28	17,62	22,19	25,83	27,65
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,4%</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,5%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,5%</i>	<i>16,7%</i>	<i>16,9%</i>

Şirket'in FAVÖK marjının, katma değeri yüksek ürünlerdeki satış hacminin artmasına bağlı olarak 2013 yılındaki %14 seviyesinden 2018 yılında %16,9 seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Şirket'in brüt karının 2011 yılında %7,6'sını ; 2012 yılında %32,7'sini oluşturan ve 2013 yılında ise zarar yazan alüminyum satışlarının, 2014 yılında ise brüt karın %54'ünü ve sonraki yıllarda artış trendini koruyarak 2018 yılında Şirketin toplam brüt karının %76'sını üreteceği varsayılmıştır.

#### Satış ve gelir projeksiyonuna ilişkin değerlendirmelerimiz

Şirket alüminyum döküm parçalarının üretimine 2004 yılında başlamıştır ve o tarihten itibaren ürünleri ağırlıklı olarak otomotiv ve beyaz eşya sektörlerine hitap etmiştir. Şirket'in gelecekte üreteceği ürünleri de, yine aynı sektörler için benzer ürünler teşkil edecektir. Şirket'in finansalları incelendiğinde, Şirket'in brüt karlılığını oluşturan esas satış segmentinin demir çelik ürünleri ticareti olduğu, alüminyum döküm ürünlerinin ise inişli-çıkışlı bir trend izlediği, 2011 yılında %2,7 brüt karlılık , 2012 yılında %11,3 brüt karlılık ürettiği ve bazı dönemlerde ise zarar ettiği görülmektedir. Dolayısıyla alüminyum döküm ürünlerinde brüt kar marjının gelecek yıllarda %22,5 olarak kabul edilmesinin dayanağının ne olduğu Şirket'in fiyat tespit raporundan anlaşılamamaktadır. Sanayi sektöründe, imalat sektöründe genel olarak %20-25 brüt karlılık seviyesi normal bir seviye olarak kabul edilir. Bu durum Tuğçelik için de geçerli kabul edilirse, Şirket'in imalat bölümlerinin 2013 öncesinde de neden brüt karlılıkta bu seviyeyi yakalayamadığının ise izah edilmesi gerekecektir?

Şirket'in bağımsız denetim raporlarında yer verilen bölümlere göre satış ve brüt karlılık tutarları aşağıdaki gibidir:



PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Gümüşsuyu mah. İnönü cad. Işık Apt. Kat:5 Daire:9-10 Taksim/İstanbul  
Tlf: (0212) 293 95 00 (pbx) Fax: (0212) 293 95 60 www.piramitmenkul.com.tr

**a1) 1 Ocak – 31 Aralık 2013 hesap dönemi**

	Sac	Alüminyum	Diğer	Toplam
Net Satışlar	40.219.596	7.748.064	5.775.849	53.743.509
Satışların Maliyeti	-35.707.439	-9.924.196	-247.400	-45.879.035
Brüt esas faaliyet karı	4.512.157	-2.176.132	5.528.449	7.864.474
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)				-272.743
Genel Yönetim Giderleri (-)				-2.082.013
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler				8.213.945
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)				-1.809.350
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler				1.736.276
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)				-293.712
Finansman Gelirleri				2.394.696
Finansman Giderleri (-)				-14.545.778
Dönem Vergi Gideri (-)Geliri				-199.663
Net Dönem Karı				1.006.132

**a2) 1 Ocak - 31 Aralık 2012 hesap dönemi**

	Sac	Alüminyum	Diğer	Toplam
Net Satışlar	45.898.275	15.258.823	1.850.682	63.007.780
Satışların Maliyeti	-44.184.379	-13.527.602	0	-57.711.981
Brüt esas faaliyet karı	1.713.896	1.731.221	1.850.682	5.295.799

**a3) 1 Ocak - 31 Aralık 2011 hesap dönemi**

	Sac	Alüminyum	Diğer	Toplam
Net Satışlar	51.818.602	14.391.560	1.166.509	67.376.671
Satışların Maliyeti	-48.218.135	-14.000.027	0	-62.218.162
Brüt esas faaliyet karı	3.600.467	391.533	1.166.509	5.158.509

İçinde bulunulan cari dönemde ise gerçekleşen satışlar ve brüt karlılık aşağıdaki gibidir:

**1 Ocak - 31 Mart 2014 hesap dönemi**

	Sac	Alüminyum	Diğer	Toplam
Net Satışlar	11.482.295	2.263.183	721.629	14.467.107
Satışların Maliyeti	-8.838.420	-3.447.050	-43.200	-12.328.670
Brüt esas faaliyet karı	2.643.875	-1.183.867	678.429	2.138.437

(Şirket bağımsız denetim raporları dipnot 5)

Şirket'in otomotiv parçası üreten Avrupalı büyük üreticilerle ve yurt içinde beyaz eşya üreticisi B/S/H ile tedarik anlaşmaları yapmış olması, Şirket'in geleceği açısından oldukça olumlu gelişmelerdir fakat genel tedarik anlaşmalarının tamamının kesinleşmiş siparişler ve kesinleşmiş brüt kar oranı gibi projeksiyonlara yansıtılmış olmasının doğru bir yaklaşım olmadığını düşünmekteyiz.



Fiyat tespit raporunda ve izahnamelerde yer verilen tedarik sözleşmeleri, kesinleşmiş sipariş sözleşmeleri yani gelir ve karlılık düzeyleri garanti altına alınmış şekilde düzenlenmiş ise raporda bu durumun açık ve net olarak belirtilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

Şirket bu segmentte yeni üretime geçmiş değildir, on yıldır bu saha da faaliyet göstermekte olup geçmiş dönemde bu sahada ulaşabildiği satış hacmi 14-15 mn TL seviyesindedir. Şirket'in yeni bir ürün, patent vb geliştirerek satış hacmini artıracığı veya pazar yaratacağına dair bir kanıt bulunmamaktadır. Ayrıca bu segmentte yaratacağı satış hacmi için geçmiş dönemlerde de aynı imkan ve kabiliyete sahip olmasına karşın neden bu şekilde agresif büyüyebileceği bir fırsat yaratmadığı konusu açık değildir.

Fiyat tespit raporunda Şirket'in yeni yatırımları sadece kapasite koruyucu yatırımlar olacağı kabul edilmiştir:

Yatırım Harcamaları	2014T	2015T	2016T	2017T	2018 T
Yatırım Harcamaları (Euro)	84.195	63.290	50.152	43.258	33.663
Yatırım Harcamaları (TL)	239.712	180.193	142.788	123.160	95.842

Şirket'in hiçbir yatırım yapmadan alüminyum döküm satışlarını , 2012 yılındaki 15 mn TL 'den 114 mn TL'ye 7,5 kat artırabilmesinin mümkün olmadığı kanısındayız. Fiyat tespit raporunda satış projeksiyonlarını gerçekleştirecek yatırım harcamaları kalemi olmaması veya sadece kapasite koruyucu çok cüzi yatırımlara yer verilmesi hatalıdır. Şirketin artan alüminyum döküm satış gelirleri, daha fazla üretime, daha fazla üretim ise daha fazla kapasiteye ve dolayısıyla yeni yatırımlara ihtiyaç gösterecektir. Dolayısıyla Şirket'in yatırım harcamaları kaleminde nakit çıkışı söz konusu olmalıdır. Şirket projeksiyonlarındaki, ürün miktarı olarak, satış hacminde mevcut kapasitenin üzerinde yaşanan artışı, yatırım harcamalarındaki nakit çıkışı ile gerçekleştirmektedir. (Halka arz geliri kullanımında iki adet CNC döküm ünitesi yatırımı olacağı yer almaktadır. Fakat artan kapasite için halka arz gelirin kullanılıp kullanılmaması yatırımın ne şekilde finanse edileceği ile ilgili olup, projeksiyonda yatırım harcamaları kalemi ile ilişkili değildir.) Eğer Şirket'in herhangi bir harcama yapmadan bu üretim hacmine ulaşacağı doğru ise, bu durumda Şirket'in üretim faaliyetlerinde, 2012 yılındaki 15 mn TL üretimi dikkate alınırsa %13 Kapasite Kullanımı, 2013 baz alınırsa %7 söz konusu olacaktır ki böyle bir durum olduğu kanısında değiliz.

Şirket'in sadece alüminyum döküm satışlarının 2014-2018 yılları arasında 2013 yılındaki 7,75 mn TL seviyesinden 114 mn TL seviyesine yükselmesi (kur etkisi dahil edilirse 125-150 mn TL) , mucizevi bir başarı olacaktır. Kur etkisi dikkate alındığında Şirket'in toplam satışlarının ise 2014-2018 periyodunda, 2013 yılındaki 53,7 mn TL seviyesinden 180-200 mn TL aralığına ulaşması beklenmekte olup, böyle bir artış, Şirket'in geçmiş performansları incelendiğinde pek olası gözükmemektedir.



## DEĞERLEME HAKKINDA

### ❖ İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Hakkında

- 2014-2018 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemi kullanılmıştır.
- Şirket'in satışlarının Euro ağırlıklı olması, projeksiyonların Euro para birimi kullanılarak yapılması ve Şirketin yeni borçlanma gerçekleştirmeyeceği varsayımıyla serbest nakit akımlarının iskontosu için AOSM %6,31 olarak hesaplanmış olup, Sermaye Maliyeti hesabında; Risk Primi %6, Risksiz Faiz Oranı %3,59, borçlanma maliyeti %5,5 olarak alınmış ve AOSM %6,31 olarak kullanılmıştır.
- 2018 sonrası değer için %1 terminal büyüme baz alınmıştır.
- Şirketin geçmiş dönemleriyle tutarlı olmayan, agresif projeksiyon verileri ve yüksek borçluluk düzeyi dikkate alındığında iskonto için seçilen sermaye maliyeti, %6,31 oranı oldukça düşüktür. 2014-2018 yılları arasında Euro/TL kuru her yıl için %4 düzeyinde artış gösterse AOSM'nin TL karşılığı %9,5 düzeyindedir. Ayrıca Şirketin ticari ürün alım satımları Euro bazlı olsa da Şirket yurtiçinde faaliyet göstermekte, hammadde hariç üretim giderleri, işçilik giderleri vb masraf kalemleri TL bazlıdır. Şirket'in Euro bazlı projeksiyon ve değerlendirme yapılması nedeniyle AOSM'nin Şirket değeri üzerindeki etkisi oldukça yüksektir. AOSM'nin %1 yüksek alınması Şirket değerini %18 daha düşük değerlemeye yol açacaktır.
- Şirket'in terminal büyüme oranı %1, projeksiyonun Euro bazlı olması nedeniyle makul olarak kabul edilebilir düzeydedir. Fakat Euro/TL kurunun yurt içinde yıllık enflasyon kadar artacağı varsayılırsa %1'lik terminal büyüme oranı, TL bazda terminal büyümeyi, yurtiçi enflasyon oranının terminal büyüme ile çarpımı kadar alındığına işaret edecektir.
- INA'da yatırım harcamalarına çok düşük düzeyde yer verilmesi ve alüminyum döküm ürünleri satışları 7,5 kat artarken, bu satışları mevcut imkan ile yapılacağı varsayımı ve yeni yatırımlar için yatırım harcamaları kaleminde bir nakit çıkışına yer verilmemesi nedeniyle üretimde kullanılan Şirket varlıklarının sonsuz ömre sahip olduğu sonucuna varılabilir.
- Projeksiyonda yeni yatırım için yatırım harcamaları kaleminde yer verilmediğinden hareketle, projeksiyonun mevcut yatırımlar üzerinden yapıldığını, halka arz geliri ile yapılacak yatırımdan elde edilecek satış gelirlerinin projeksiyona yansıtılmadığını düşünmekteyiz. Bu durumda Şirket'in satış öngörülerini halka arz geliri ile yapılacak yatırım ile Şirket'in projeksiyonları daha olumlu etkilenebilecektir.
- Şirketin INA değerlemesi ile Şirket değeri 286.552.418 TL, Piyasa değeri 227.439.705 TL ve pay başına değeri ise 9,1 TL olarak hesaplanmıştır.





#### ❖ Piyasa Çarpanları hakkında

- Şirket'in piyasa çarpanları değerlemesinde F/K ve PD/DD çarpanları kullanılmış olup BIST-100 endeksi, Metal Ana Sanayi ve Otomotiv Yan Sanayi sektör çarpanları dikkate alınmıştır. Piyasa çarpanları değerlemesinde özellikle FD/FAVÖK çarpanının da değerlemeye dahil edilmesi gerektiğini düşünmekle birlikte, genel itibarıyla piyasa çarpanları değerlemesinde ulaşılan sonuçları makul olarak değerlendiriyoruz.
- Piyasa çarpanlarına göre Şirket'in piyasa değeri, BIST-100 Endeksine göre 30,8 mn TL; Metal Ana Sanayi endeksine göre 27,0 mn TL ve Otomotiv Yan Sanayi endeksine göre 29,7 mn TL olarak hesaplanmıştır. Piyasa çarpanlarının kendi içindeki ağırlık oranları dikkate alındığında Şirket için piyasa çarpanları ile yapılan değerlendirme 29,3 mn TL ve pay başına 1,17 TL olarak hesaplandığı görülmektedir.

Tuğçelik	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	Pay Başına hesaplanan değer
İNA'ya Göre	227.439.705	50,0%	113.719.853	9,10
BIST-100 Endeksine Göre	30.805.317	20,0%	6.161.063	1,23
Metal Ana Sanayi Endeksine Göre	27.005.524	15,0%	4.050.829	1,08
Otomotiv Yan Sanayi Endeksine göre	29.700.015	15,0%	4.455.002	1,19
<b>Toplam Şirket değeri</b>			<b>128.386.747</b>	
İskontolu Şirket değeri			100.000.000	
Halka arz Fiyatı			4,00	

Şirketin Know-how üreten veya yazılım, teknoloji vb şirketi olmadığı, döküm sanayinde faaliyet gösteren bir sanayi şirketi olduğu ve üretim sahasında yeni üretime geçmiş olmadığı dikkate alındığında Şirket'in INA değerlemesi ile piyasa çarpanları değerlemesi, birbirleriyle ortalaması alınamayacak kadar uzaktır. Eğer Şirket'in INA değerlemesi doğru ise bu durum, piyasa çarpanları değerlemesinin değerlemeye dahil edilmemesini ve halka arz fiyat tespit raporunun sadece INA değerlemesi ile yapılmasını gerektirir. Her bir değerlendirme yöntemi ve değerlendirme çarpanı aynı zamanda tek başına da bir değerlendirme metodudur. Bu metodların, sadece fiyatları ortalamaya çekmek için yukarı veya aşağı değerlemeler için kullanılması doğru bir yaklaşım değildir. Şirketin niteliğine göre seçilen değerlendirme yöntemleri sonuç itibarıyla Şirket için belli bir değer aralığına işaret eder ve bu aralık belirlendikten sonra, bu aralığın ortalaması için farklı metod ve çarpanlarla bulunan değerlerin ortalaması o zaman alınır. Tuğçelik'in fiyat tespit raporunda seçilen metod ve değerlendirme yaklaşımları Şirket için hiçbir değer aralığına işaret etmemektedir. Şirket'in piyasa değeri 227 mn TL midir? Yoksa 29 mn TL midir, belli değildir. Veya başka bir deyişle, raporda, Şirket'in piyasa değeri için alt bandı 29 mn TL, üst bandı 227 mn TL olan çok geniş bir aralıkta herhangi bir değerdir denmektedir.



Ayrıca INA değerlemesi için, Şirket'in satış gelirleri projeksiyonu açısından bakıldığında, Şirket'in hedeflenen sonuçlara ulaşması gerçekçi gözükmemektedir. Zira on yıldır üretim gerçekleştiren, ürünleri çok üst düzey teknoloji, know-how ve yüksek ar-ge harcamaları gerektirmeyen, belli bir olgunluğa yaklaşmış bir sanayi Şirketinin, 4 yıl içinde üretimden satışlarını TL bazda 10 katına, toplam satışlarını ise 3-4 katına çıkarabilmesinin örneği çok çok azdır. Şirketin önümüzdeki 4 yılda, mucizevi bir başarı gerçekleştireceğine dair Şirket'in faaliyet raporlarından veya geçmiş dönem performanslarından elde edilebilen herhangi bir kanıt veya işarete rastgelmemiştir. Ayrıca Şirket'in üretimden satışlarını 10 katına çıkarması için INA projeksiyonunda herhangi bir yeni yatırım dolayısıyla bir yatırımdan nakit çıkışına yer verilmemesi nedeniyle de INA değerlemesi zaten hatalıdır.

Şirket'in geleceğe dair projeksiyonları, Şirket'in mevcut faaliyetleri ve geçmiş performansı ile hiçbir bağ taşıyamayacak kadar Şirketten uzaktır. Şirket'in gelecek 5 yıl içinde, belli bir takvime bağlanmış ve eyleme geçilmiş köklü bir değişim ve/veya dönüşüm stratejisi, detaylandırılmış pazar kazanan agresif satış politikaları, piyasaya yeni sürülecek ve rekabet gücü çok yüksek yeni ürünleri ve ayrıca kesinleşmiş satışları ve siparişleri var ise, Şirket'in piyasa çarpanları ile değerlemesi bu yeni durumu hiçbir şekilde kapsayamayacağından ve piyasa çarpanları, gerçek şirket değerinin çok çok altında bir değerlemeye işaret edeceğinden, Şirket değerini temsil etmeyecek metod ve değerlemelerin yani piyasa çarpanları değerlemesinin ortalamaya zaten dahil edilmemesi gerekecektir.

Şirket'in mevcut finansal sonuçları ve geçmiş dönem faaliyetleri incelendiğinde, Şirket'in sahip olduğu kaynaklara göre ürettiği net gelir oldukça düşüktür. Şirketi'n faaliyet sonuçları ve marjları, Borsa pazarlarında işlem gören belli olgunluğa ulaşmış sanayi şirketlerine göre de düşüktür. Şirket'in yüksek borçluluk düzeyi ise Şirket'in faaliyetlerinin devamı ve faaliyet sonuçlarının istikrarı açısından bir başka negatif etken olup ayrıca bu risklerin de değerlemede yer bulmadığı kanısındayız.

## SONUÇ

**Şirket'in fiyat tespit raporunda yer verilen projeksiyonları, değerlendirme metodolojisini ve ulaşılan fiyat düzeyini, makul olarak bulmamaktayız. Ayrıca INA değerlemesini hatalı olarak da değerlendiriyoruz. Şirketlerin kısa dönem borsa performanslarında, şirketlerin faaliyet sonuçları kadar başka dinamikler de fiyat hareketlerinde oldukça etkili olabilmektedir. Orta ve uzun dönemde ise şirketlerin kendi finansal sonuçları, temettü politikaları, gelecek beklentisi vb birebir şirketle ilgili dinamikler daha öne çıkmaktadır. Sonuç itibarıyla halka arz için belirlenen fiyat düzeyinin Şirket'in finansal sonuçları tarafından desteklenmesi oldukça zor bir ihtimal olup, Şirket'in orta ve uzun dönemde hisse fiyatının, piyasa çarpanlarında ulaşılan fiyat düzeyine yakınsayacağını düşünmekteyiz.**