



Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin, Çuhadaroğlu Metal Pazarlama ve Sanayi A.Ş. ("Çuhadaroğlu", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Çuhadaroğlu'nun 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.

ÇUHADAROĞLU METAL PAZARLAMA VE SANAYİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Şirket, alüminyum profillerin üretimi, alüminyum sistemlerde kullanılan sızdırmazlık elemanları ve aksesuarları, levha, kompozit panel gibi birçok ürünün de satış ve pazarlaması alanında faaliyet göstermektedir.

1978 yılında kurulan Çuhadaroğlu, 2002 yılında Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. unvanını almıştır. Çuhadaroğlu ana üretim faaliyetini alüminyum sektörünün alt kolu olan ekstrüzyon alanında gerçekleştirmektedir. Ekstrüzyon; alüminyum biyetin ısıtılıp, çelik kalıplardan geçirilerek çeşitli ürünlerde kullanılmak üzere profil, boru ve çubuk haline getirilmesidir.

Çuhadaroğlu Metal; dökümhane, ekstrüzyon presleri, yüzey işlemler ve mekanik işlemlerden oluşan entegre üretim tesislerinde, yıllık 16.200 ton biyet döküm kapasitesine, farklı kuvvetlerde üç ekstrüzyon presi ile yıllık 19.000 ton profil üretim kapasitesine, 10.000 ton eloksallama ve 5.000 ton toz boyama kapasitesine, ve ayrıca 19.800 m² otomatik kapı ve güvenlik doğramaları (interax markalı ürünler) üretim kapasitesine sahiptir.

Çuhadaroğlu Alüminyum ise Çuhadaroğlu Metal'in %66.54 bağlı ortaklığı konumunda olup, alüminyum cephe sistemleri üretimi ve taahhüt işlerini gerçekleştirmektedir. Şirket ana ortağı Çuhadaroğlu Metal'den tedarik ettiği profilleri kendi bünyesinde projelendirip cephe sistemleri haline getirdikten sonra yurt içi ve yurt dışında üstlenilen inşaat projelerinde montajını gerçekleştirmektedir.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	9.250.000
Ortak Satış	9.250.000
Toplam	18.500.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka arz fiyatı	2,00 TL
Brüt Halka arz geliri	37,0 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	15,7 mn TL
Kotasyon	
Halka arz tarihi	10 - 11 - 12 Şubat 2016
İşlem göreceği pazar	Ana Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye artırım yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Ortak satış yapmama	Halka arzdan itibaren 1 Yıl
Günlük alım emri taahhüdü	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 14,8 milyon TL kaynak yeterli olduğu sürece her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, Deniz Yatırım aracılığı ile 500.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir.
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	Bakiyeyi yüklenim
Aracı Kurum	Deniz Yatırım
Halka arz satış Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama yöntemi



Şirket tarafından üretilen cephe sistemleri; kapı ve pencere doğrama sistemleri, cephe giydirme sistemleri, korkuluk ve ışıklıklardır.

Çuhadaroğlu Metal ve bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum faaliyetlerini Beylikdüzü-İstanbul'da; Ortaklar'ın mülkiyetinde olan 39.241 m², Ortaklar'ın sahip olduğu Çuhadaroğlu Yapı Taahhüt San. ve Tic. A.Ş.'nin mülkiyetindeki 11.720 m² ve Şirket'in sahip olduğu 6.003 m²'den oluşan toplam 56.964 m² alana sahip üç yerleşke üzerinde sürdürmektedir.

Şirket'in 30.09.2015 itibariyle toplam 342 çalışanı bulunmaktadır.

Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Çuhadaroğlu ailesi şirketin hakim ortaklarıdır.

ORTAKLIK YAPISI				
Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Sevim Çuhadaroğlu	7.738.736	12,48%	6.584.166	9,24%
M. Ruhi Çuhadaroğlu	27.130.632	43,76%	23.082.917	32,40%
H. Nejat Çuhadaroğlu	27.130.632	43,76%	23.082.917	32,40%
Halka Açık	-	-	18.500.000	25,96%
TOPLAM	62.000.000	100,0%	71.250.000	100,0%

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 62.000.000 TL'dir. Şirket sermayesinin 6.200.000 TL'lik kısmı A grubu nama yazılı olup A Grubu payların Yönetim Kurulu Üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı ve genel kurullarda 15 (onbeş) oy hakkı imtiyazı -yönetim kurulu üyesi seçimi için yapılacak oylamalar hariç- bulunmaktadır. (B) grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

Kar Dağıtım Politikası Hakkında

Şirket 2013 yılında 12,5 mn TL, 2014 yılında 5 mn TL temettü dağıtımını yapmıştır.

Şirket, 2015, 2016, 2017, 2018 ve 2019 mali yıllarına ilişkin olarak ilgili mevzuat çerçevesinde hesaplanan dağıtılabilir dönem karının asgari %30'unu pay sahiplerine dağıtılmasını öngörmektedir.

Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

- Alüminyum külçeden biyet üretim kapasitesinin 16.200 tondan 32.400 tona çıkarılması için yapılacak makine ve ekipman yatırımlarında,
- AR – GE tesisleri, mekanik işlem, kalıphane, ambalajlama ve sevkiyat bölümlerinde yapılacak olan makine ve ekipman yatırımları ile işletme sermayesi finansmanı harcamalarında kullanılacaktır



Şirket'in finansal durumu hakkında

Şirketin satışları yıllık bazda 2013 yılında %55, 2014 yılında ise %48,5 artış kaydetmiş ve 189,7 mn TL seviyesine ulaşmıştır. 2014 yılı satışlarının ağırlıkça %43'ü alüminyum profil satışları, %29'u alüminyum yurtiçi proje satışları, %19'u alüminyum yurtdışı proje satışları ve %9'unu ise diğer satışlar oluşturmaktadır.

Dönemsel olarak ise 2015/9 döneminde şirketin satışları geçen yılın aynı dönemine göre %25,1 artarak 164,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir. şirketin ara mamul biyet üretimi %16, alüminyum profil üretimi %11,4 artmıştır. 2015/9 dönemi satışlarının ağırlıkça %49'u alüminyum profil satışları, %42'si alüminyum yurtiçi proje satışları, %2'si alüminyum yurt dışı proje satışları ve %14'ünü ise diğer satışlar oluşturmaktadır.

Satışları içinde en yüksek pay, profil satışları ile proje satışlarına aittir. Profil satışları yaklaşık %50 pay alırken, yurtiçi ve yurtdışı proje satışlarının payı 2012 yılındaki %16 seviyesinden %44'e seviyesine ulaşmıştır. Çuhadaroğlu, son beş yıldır tüm ürün gruplarında uygulamacı firmalar aracılığıyla yapılan direk projeli satışlara ağırlık vermiştir.

Çuhadaroğlu, 2014 yılında 10.252 ton alüminyum profil üretimi gerçekleştirmiştir (yurtiçi pazarın tahminen %2,6'sını). Şirket yeni yatırımları sonrası alüminyum profili üretim ve satışlarını 20.000 tona çıkartmayı hedeflemektedir.

Şirketin 05.02.2015 tarihi itibarıyla devam eden alüminyum taahhüt projeleri 110.000 m² seviyesinde olup, şirket 2016 yılında 65.000-70.000 m²'lik kısmını tamamlamayı planlamaktadır. Şirketin teklif verdiği potansiyel iş miktarı ise 201.628 m² düzeyindedir.

30.09.2015 itibarıyla şirketin cari oranı 2,55 ve likidite oranı 1,87 seviyesindedir.

Şirketin özkaynak karlılığı, 2012 yılında % 5,1 seviyesinden 2013 yılında %9,5, 2014 yılında %17,7 seviyesine yükselmiştir. 30.09.2015 itibarıyla da %17,7 seviyesindedir.

Şirketin net nakit pozisyonu 14,4 mn TL ile pozitif durumdadır. Nakit ve nakit benzerlerindeki artışın 7,2 mn TL'si Çuhadaroğlu Metal'in Çuhadaroğlu Yapı'ya 23 Ocak 2015'te Arnavutköy'deki arsasını 7,2mn TL'ye satmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca stokların 50,4mn TL'den 26,5mn TL'ye düşmesi nakit artışında etkili olmuştur.

Şirketin 30.09.2015 itibarıyla 4,5 mn USD ve 1,4 mn Euro net yabancı varlık pozisyonu bulunmaktadır.

FİNANSAL ÖZET (konsolide)					
BİLANÇO ÖZETİ – mn TL					
Yıllık ve dönemsel					
	30.09.2015	2014	2013	2012	
Dönen Varlıklar	129,3	117,8	90,8	82,5	
Duran Varlıklar	55,5	55,6	59,9	60,8	
K.V.Yükümlülük	50,7	65,6	50,4	30,6	
U.V.Yükümlülük	13,6	8,3	13,8	15,7	
Öz Kaynaklar	106,7	88,0	78,3	83,5	
Sermaye	62,0	62,0	9,3	9,3	
Nakit Değerler*	33,7	13,4	18,4	27,5	
Finansal Borçlar	19,4	20,3	18,5	21,0	
Net Nakit	14,4	-6,9	-0,01	6,5	
GELİR TABLOSU – mn TL					
DÖNEMSEL	2015/9	2014/9	2014	2013	2012
Satışlar	164,2	131,3	189,7	127,7	82,3
Brüt kar	30,4	30,5	40,3	27,4	17,4
Faaliyet Karı	26,3	20,2	23,6	14,2	8,3
Esas Faaliyet Karı*	15,6	15,9	21,5	10,9	4,4
FAVÖK*	20,3	19,8	26,4	15,3	8,5
Net Kar	21,3	19,0	17,6	8,3	5,0
Ana Ortaklık net Kar	18,5	15,8	14,5	7,3	4,9
* Esas Faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç					
Dönemsel Değişim %					
	2015/9-2014/9	2014	2013		
Satışlar	25,1%	48,5%	55,3%		
FAVÖK*	2,6%	72,4%	80,0%		
Net Kar	11,7%	113,8%	66,1%		
KARLILIK MARJLARI %					
Yıllık ve cari dönem					
	2015/9	2014/9	2014	2013	2012
Brüt Kar/Satışlar	18,5%	23,2%	21,2%	21,5%	21,1%
Faaliyet Karı/Satışlar	16,0%	15,4%	12,5%	11,2%	10,1%
FAVÖK/Satışlar	12,3%	15,0%	13,9%	12,0%	10,3%
Net Kar/Satışlar	13,0%	14,5%	9,3%	6,5%	6,0%



DEĞERLEME HAKKINDA

Deniz Yatırım tarafından Çuhadaroğlu Metal'in halka arz fiyatının belirlenmesinde Çuhadaroğlu Metal ile iştiraki olan Çuhadaroğlu Alüminyum'un ayrı ayrı piyasa değerleri, piyasa çarpanları yöntemiyle belirlenmiş ve parçaların toplamı sonucu Çuhadaroğlu'nun halka arz piyasa değeri tespit edilmiştir. Piyasa çarpanı yönteminde, Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları ile Çuhadaroğlu Metal ve iştiraki Çuhadaroğlu Alüminyum'un düzeltilmiş 2015/09 solo mali tablo rakamları kullanılmıştır.

Çuhadaroğlu Metal (mn TL)	
FAVÖK	26,4
Net kar	13,0
Özkaynak	79,2
Net borç	7,7
Çuhadaroğlu Alüminyum (mn TL)	
FAVÖK	9,0
Net kar	6,8
Özkaynak	41,1
Net Borç	-3,3

Çuhadaroğlu Metal'in benzer şirketleri olarak Borsa İstanbul Metal Ana Sanayi Grubu altında işlem gören 15 şirket seçilmiştir. Çuhadaroğlu Alüminyum'un benzer şirketleri olarak ise Borsa İstanbul'da işlem gören elektrik-taahhüt şirketlerinden 3 şirket kullanılmıştır.

Çuhadaroğlu Metal	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD	
Benzer Şirket çarpanları	7,4	9,9	1,1	
Çuhadaroğlu Alüminyum		FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Benzer Şirket çarpanları	4,8	9,9	1,2	

Piyasa çarpanı/değerleme oranları eşit ağırlıklandırılarak her iki şirketin piyasa değeri hesaplanmış, daha sonra iştirak oranı da dikkate alınarak Çuhadaroğlu'nun piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çuhadaroğlu Metal (mn TL)	Şirket Piyasa Değeri		Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
	Değeri	Ağırlıklandırma	Şirket Değeri
FD/FAVÖK çarpanı ile	186,2	33,3%	62,1
F/K çarpanı ile	128,6	33,3%	42,9
PD/DD çarpanı ile	84,9	33,3%	28,3
Çuhadaroğlu Metal Şirket değeri			133,2
Çuhadaroğlu Alüminyum (mn TL)	Şirket Piyasa Değeri		Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
	Değeri	Ağırlıklandırma	Şirket Değeri
FD/FAVÖK çarpanı ile	46,6	33,3%	15,5
F/K çarpanı ile	67,4	33,3%	22,5
PD/DD çarpanı ile	48,2	33,3%	16,1
Çuhadaroğlu Alüminyum Şirket değeri			54,1
Toplam Şirket Piyasa değeri (metal + %66,5 alüminyum)			169,2
Halka arz iskontosu			26,7%
Halka arz öncesi İskontolu Şirket değeri (mn TL)			124,0
Halka arz Fiyatı (TL)			2,00



❖ **Fiyat tespit raporuna ilişkin görüş ve değerlendirmelerimiz:**

- 1- Fiyat Tespit Raporunu, Şirket ve Şirketin halka arz fiyatı ile ilgili genel bir değerlendirme yapacak ölçüde kapsamlı ve anlaşılır olarak bulmaktayız.
- 2- Değerlemede yüksek değerlemeye işaret eden uç çarpanlara sahip şirketlerin kullanılmamasını doğru yaklaşım olarak değerlendirmekteyiz.
- 3- Değerleme açısından zorunlu olmasa da, Şirketin geleceğine dair şirket yönetiminin ve değerlemeyi yapan kurumun beklentileri ve tahminlerine ilişkin projeksiyonlara fiyat tespit raporunda yer verilmemiş olunmasını, yatırımcılar açısından şirketin geleceğini ve potansiyelini görebilmeleri ve değerlendirebilmeleri açısından dezavantajlı bir durum olarak değerlendirmekteyiz.

FİNANSAL RASYOLAR (Son 4 çeyrek)		
Halka Arz Öncesi (Sermaye 62,00 mn TL)		
F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
7,05	1,16	4,79
Halka Arz Sonrası (Sermaye 71,25 mn TL)		
F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
8,10	1,14	4,79

SONUÇ

Şirketin mevcut bilanço performansı ve değerlemede dikkate alınan piyasa çarpanları itibarıyla, halka arz iskontosunu yeterli ve halka arz fiyatını makul olarak değerlendiriyoruz.