

Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu

28.01.2016

1. Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. ("Şirket" veya "Çuhadaroğlu Metal")

Çuhadaroğlu Metal, 1978 yılında Çuhadaroğlu Pazarlama A.Ş. ünvanı ile İstanbul'da kurulmuştur. Çuhadaroğlu Metal'in temelleri 1954 yılında Yüksek Mimar Ahmet Çuhadaroğlu tarafından Kağıthane'de kurulan doğrama atölyesi ile atılmıştır. Faaliyetler 1965 yılından bu yana, ağırlıklı olarak mimari uygulamalarda kullanılan alüminyum profillerin üretimi ve işlenmesi ile devam etmektedir.

30.09.2015 itibarıyla Şirket'in 191 mavi yakalı 151 beyaz yakalı toplam 342 çalışanı vardır.

Çuhadaroğlu Metal'in 2012 yılından bu yana sermayesinde %66,54 pay sahibi olduğu bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum Sanayi ve Pazarlama A.Ş. ("Çuhadaroğlu Alüminyum"), alüminyum cephe sistemleri üretimi ve taahhüt işleri gerçekleştirmektedir.

30.09.2015 itibarıyla Çuhadaroğlu Alüminyum'un 144 mavi yakalı, 80 beyaz yakalı toplam 224 çalışanı vardır.

1.1 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 62.000.000 TL'dir. Şirket ortakları, Çuhadaroğlu Ailesi mensuplarından oluşmaktadır. Sevim Çuhadaroğlu, Murat Ruhi Çuhadaroğlu ve Halil Nejat Çuhadaroğlu'nun annesidir. Güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirket Ortakları ("Ortaklar")	Sermaye (TL)	Sermayedeki Payı (%)
Sevim Çuhadaroğlu	7.738.736	12,48%
Murat Ruhi Çuhadaroğlu	27.130.632	43,76%
Halil Nejat Çuhadaroğlu	27.130.632	43,76%
TOPLAM	62.000.000	100,00%

1.2 Ürünler ve Üretim Tesisleri

1.2.1 Ürünler

Çuhadaroğlu Metal 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 tarafından üretilen ürünler aşağıda yer almaktadır:

- **Biyet:** Alüminyum profil üretiminde kullanılmak üzere dökümhanede üretilen bir ara üründür. Çuhadaroğlu Metal ürettiği biyetleri çoğunlukla kendi üretimi için kullanmaktadır.
- **Profiller:** Biyetler ekstrüzyon preslerinden geçirilerek, mimari uygulamalar ile özellikle otomotiv ve ulaşım sanayisinde kullanılan endüstriyel profiller üretilmektedir. Bu profiller herhangi bir işleme tabi tutulmadan satılabildiği gibi, mekanik ve/veya yüzey işlemler tesislerinde işlenerek satılabilmektedir.
- **Interax Markalı Ürünler:** Üretilen alüminyum profillere cam, aksesuar ve mekanizmaların monte edilmesiyle birlikte; otomatik-manuel kapı sistemleri, ofis içi bölme sistemleri, kurşun geçirmez, bombaya ve yangına dayanıklı doğramalar üretilmektedir. Bu ürünler piyasada Interax markasıyla satılmaktadır.

Çuhadaroğlu Alüminyum, öncelikli olarak ana ortağı Çuhadaroğlu Metal'den tedarik edilen profilleri kendi bünyesinde projelendirip cephe sistemleri (nihai ürün) haline getirdikten sonra yurt içi ve yurt dışında üstlenilen inşaat projelerinde montajını gerçekleştirmektedir.

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

1.2.2 Üretim Tesisleri

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,
- Şirket'in sahibi olduğu 6.003 m²'den

oluşan 56.964 m² alana sahip üç yerleşke üzerinde sürdürmektedir.

Çuhadaroğlu Metal; dökümhane, ekstrüzyon presleri, yüzey işlemler ve mekanik işlemlerden oluşan entegre üretim tesislerine sahiptir. Bu tesisler;

- Dökümhane yıllık 16.200 ton biyet döküm kapasitesine,
- Farklı kuvvetlerde 3 ekstrüzyon presi ile yıllık 19.000 ton profil üretim kapasitesine,
- Çuhadaroğlu tarafından geliştirilen dikey yüzey işlemler tesisinde yıllık 10.000 ton eloksal işleme ve 5.000 ton toz boyama kapasitesine,
- Mekanik işlemler tesislerinde yıllık 19.800 m² otomatik kapı ve güvenlik doğramaları (Interax markalı ürünler) üretim kapasitesine sahiptir.

1.3 Satış Kanalları

Çuhadaroğlu Metal, satışlarını üç ana ürün grubunda gerçekleştirmektedir. Söz konusu ürün grupları ve satış kanalları aşağıda gösterilmiştir.

1) **Mimari Profiller:** İnşaat sektöründe, özellikle cephe kaplama sistemlerinde kullanılan alüminyum profillerden oluşmaktadır. Mimari profillerin satışı üç kanaldan gerçekleştirilmektedir:

- Uygulayıcı Firmalar:** Tedarik ettikleri profilleri işleyip, cephe sistemleri (nihai ürün) haline getirerek projelere uygulayan taahhüt şirketleridir. Yurt içinde 45, yurt dışında ise Azerbaycan, Türkmenistan, Kazakistan, Kırgızistan, Tacikistan Gürcistan, İran, Irak ve KKTC'de toplam 18 firma ile işbirliği sürdürülmektedir.
- Satıcı Firmalar:** Standart profil stokları tutan, göreceli olarak daha küçük ölçekli ve kısa süreli projeler için imalatçı şirketlere malzeme tedarik eden firmalardır. Şirket, yurt içinde 12, yurt dışında ise Azerbaycan'da bir firma ile işbirliği sürdürmektedir.
- Çuhadaroğlu Alüminyum:** Tedarik ettiği profilleri kendi tesislerinde projelendirip cephe sistemleri (nihai ürün) haline getirdikten sonra yurt içi ve yurt dışında üstlenilen inşaat projelerinde montajını gerçekleştirmektedir.

2) **Endüstriyel Profiller:** Özellikle otomotiv ve ulaşım sanayisinde kullanılan, farklı alaşım ve ebatlarda üretilen profillerdir. Endüstriyel profiller yurt içi ve yurt dışı müşterilerin taleplerine göre özel olarak üretilerek, bu firmalara direkt olarak satılmaktadır.

3) **Interax Markalı Ürünler:** Otomatik-manuel kapı sistemleri, ofis içi bölme sistemleri, kurşun geçirmez, bombaya ve yangına dayanıklı doğramalar gibi ürünlerden oluşan bu ürün grubunun satışları Şirket içinde Interax markasıyla ayrı bir organizasyon yapısı altında, sipariş ve proje bazlı olarak gerçekleştirilmektedir.

Çuhadaroğlu Alüminyum, iç ve dış cephe sistemleri üretim ve taahhüt alanında proje bazlı olarak faaliyet göstermektedir. Genel uygulamada, inşaat firmaları ve/veya yükleniciler tarafından gerçekleştirilecek projeler için açılan ihalelere teklif verilmektedir. Çuhadaroğlu Alüminyum hem yurt içi hem de yurt dışında gerçekleştirilen projelerde görev almaktadır.

1.4 Konsolide Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2012 - 31.12.2013 - 31.12.2014 tarihleri itibarıyla konsolide finansal durum tabloları ile aynı tarihte sona eren hesap dönemine ait konsolide kar/zarar tabloları DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından, 30.09.2015 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemine ait karşılaştırmalı konsolide finansal durum tabloları ile aynı tarihte sona eren hesap dönemine ait konsolide kar/zarar tabloları ise AC İstanbul Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından denetlenmiştir.

Varlıklar - TL	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	2.646.865	4.403.420
İnşaat Sözleşmelerinden Alacaklar	0	782.709	0	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Dönen Varlıklar	-	-	-	2.817.702
Diğer Dönen Varlıklar	2.799.990	2.055.928	3.568.954	676.215
Duran Varlıklar	60.842.851	59.941.115	55.554.165	55.478.244
İlişkili Olmayan Taraflardan 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	0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Duran Varlıklar	-	-	-	2.434.195
Ertelemiş Vergi Varlığı	674.076	0	318.928	0
Toplam Varlıklar	143.312.393	150.701.280	173.366.925	184.822.836
Kaynaklar - TL	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
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 Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	6.798.725	16.077.370	15.838.035	11.355.241
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlu	639.080	2.183.171	3.109.100	1.778.133
Diğer Borçlar	0	20.000	15.000	1.283.105
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0	20.000	15.000	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-	1.283.105
Ertelemiş 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 Faydalara İlişkin Kısa Vadel	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	1.662.827	-
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
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vade	1.676.878	1.694.392	1.810.176	3.401.922
Ertelemiş 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	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	8.016.594	8.131.703	8.316.951	7.078.249
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

Gelir Tablosu - TL	2012	2013	2014	2014/09	2015/09
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	17.382.930	27.424.118	40.268.341	30.458.162	30.358.863
Faaliyet Giderleri (-)	12.967.412	16.562.008	18.762.640	14.539.039	14.682.064
Genel Yönetim Giderleri (-)	5.483.300	6.779.767	6.557.713	5.876.375	5.959.719
Pazarlama 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 Gelir/Giderler	3.904.315	3.384.088	2.109.170	4.306.588	10.632.916
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 Faaliyet Karı	8.319.833	14.246.198	23.614.871	20.225.711	26.309.715
Yatırım Faaliyet. Gelir/Gider	66.752	214.737	836.741	833.217	172.368
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	8.386.585	14.460.935	24.451.612	21.058.928	26.482.083
Finansman Gelir/Gideri	-2.227.063	-3.864.821	-2.353.411	-1.703.720	-2.494.430
Finansman Gelirleri	-	-	-	304	139.200
Finansman Giderleri (-)	2.227.063	3.864.821	2.353.411	1.704.024	2.633.630
Vergi Öncesi Kar	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
Ertelemiş Vergi Gideri/Geliri	5.593.206	-504.199	836.532	4.400.010	1.828.705
Dönem Karı	4.967.211	8.250.543	17.643.270	19.047.356	21.271.866
<i>Ana Ortaklık Payları</i>	<i>4.927.711</i>	<i>7.287.063</i>	<i>14.536.003</i>	<i>15.801.757</i>	<i>18.849.238</i>
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</i>	<i>39.500</i>	<i>963.480</i>	<i>3.107.267</i>	<i>3.245.599</i>	<i>2.422.628</i>
Amortisman İtfâ Payları	4.090.234	4.451.221	4.893.805	3.837.905	4.589.713

2. Özet Solo Finansal Tablolar

2.1 Çuhadaroğlu Metal Özet Solo Finansal Tablolar

Varlıklar - TL	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Dönen Varlıklar	40.118.297	50.365.275	64.559.915	71.522.818
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.220.222	6.379.360	2.067.886	8.902.663
Duran Varlıklar	97.648.430	93.789.758	91.447.300	82.585.760
Finansal Yatırımlar	45.767.632	42.512.772	42.512.772	42.512.772
Toplam Varlıklar	137.766.727	144.155.033	156.007.215	154.108.578
Kaynaklar - TL	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Kısa Vadeli Yükümlülükler	20.666.147	26.884.156	40.545.582	24.829.680
Kısa Vadeli Borçlanmalar	12.120.007	11.352.079	18.161.234	9.202.761
Ertelemiş Gelirler	2.816.947	5.213.361	10.750.915	5.132.064
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.808.401	12.867.034	7.674.138	6.682.829
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.777.914	6.991.766	1.880.467	2.280.800
Özkaynaklar	102.292.179	104.403.843	107.787.495	122.596.069
Toplam Kaynaklar	137.766.727	144.155.033	156.007.215	154.108.578

Gelir Tablosu - TL	2012	2013	2014	2014/09	2015/09
Hasılat	73.232.612	89.660.896	111.014.641	74.891.523	104.419.241
Satışların Maliyeti (-)	57.244.912	67.736.934	84.887.190	57.403.387	79.144.307
Brüt Kar	15.987.700	21.923.962	26.127.451	17.488.136	25.274.934
Faaliyet Giderleri (-)	10.890.388	14.153.432	17.049.700	12.618.856	13.288.200
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler	2.997.277	2.533.210	3.512.413	3.482.460	6.635.664
Esas Faaliyet Karı	8.094.589	10.303.740	12.590.164	8.351.740	18.622.398
Yatırım Faaliyet. Gelir/Gider	66.752	214.737	56.962	94.500	177
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	8.161.341	10.518.477	12.647.126	8.446.240	18.622.575
Finansman Gelir/Gideri	-2.182.307	-3.776.260	-2.183.008	-1.646.713	-2.063.061
Vergi Öncesi Kar	5.979.034	6.742.217	10.464.118	6.799.527	16.559.514
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-1.129.875	-1.371.173	-2.107.361	2.547.893	-1.640.244
Dönem Karı	4.849.159	5.371.044	8.356.757	9.347.420	14.919.270
Amortisman İtfâ Payları	3.495.984	3.694.269	4.014.212	3.053.549	3.205.814

2.2 Çuhadaroğlu Alüminyum Özet Finansal Tablolar

Varlıklar - TL	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Dönen Varlıklar	42.615.689	42.076.660	55.645.987	60.035.536
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.313.264	12.051.319	11.278.134	24.833.443
Duran Varlıklar	8.962.053	8.664.129	6.619.639	15.405.256
Toplam Varlıklar	51.577.742	50.740.789	62.265.626	75.440.792

Kaynaklar - TL	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2015
Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.151.426	25.165.935	27.429.468	27.405.787
Kısa Vadeli Borçlanmalar	133.364	167.160	224.381	2.442.544
Ertelenmiş Gelirler	5.512.248	13.418.899	14.277.419	13.575.013
Uzun Vadeli Yükümlülükler	918.259	960.165	718.940	6.930.921
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	-	-	5.473.920
Özkaynaklar	40.508.057	24.614.689	34.117.218	41.104.084
Toplam Kaynaklar	51.577.742	50.740.789	62.265.626	75.440.792

Gelir Tablosu - TL	2012	2013	2014	2014/09	2015/09
Hasılat	13.603.755	48.062.899	91.638.609	65.869.823	71.838.013
Satışların Maliyeti (-)	12.208.525	42.562.743	77.497.719	52.899.797	66.041.208
Brüt Kar	1.395.230	5.500.156	14.140.890	12.970.026	5.796.805
Faaliyet Giderleri (-)	2.077.024	2.408.576	1.712.940	1.920.183	1.393.864
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler	907.038	850.878	-1.403.243	828.058	3.935.904
Esas Faaliyet Karı	225.244	3.942.458	11.024.707	11.877.901	8.338.845
Yatırım Faaliyet. Gelir/Gider	0	0	779.779	738.717	172.191
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	225.244	3.942.458	11.804.486	12.616.618	8.511.036
Finansman Gelir/Gideri	-44.756	-88.561	-170.403	-57.007	-431.369
Vergi Öncesi Kar	180.488	3.853.897	11.634.083	12.559.611	8.079.667
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-62.436	-974.398	-2.347.570	-2.859.675	-839.297
Dönem Karı	118.052	2.879.499	9.286.513	9.699.936	7.240.370
Amortisman İtfa Payları	594.250	756.952	879.593	784.356	1.383.899

3. Değerleme

3.1 Değerleme Yöntemleri

Şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") ve Çarpan Analizi yöntemleri incelenmiştir.

3.1.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ile değerlendirme yapılabilmesi için; Şirket'in kontrolü dışında gelişen bazı faktörlere ilişkin öngörülerde bulunulması gerekmektedir. Söz konusu faktörlere; yurt içi ve yurt dışı makroekonomik gelişmeler ile özellikle alüminyum fiyatlarındaki belirsizlik örnek gösterilebilir.

Yukarıda sayılan öngörülere ilişkin belirsizlik ve ayrıca 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 İNA yöntemine yer verilmemiştir.

3.1.2 Çarpan Analizi yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç"= Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Kar" veya "Ana Ortaklık Net Kar") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) : İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'un toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Satışlar") bölünmesiyle hesaplanır.

Sanayi şirketleri için; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/A.O. Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar) yaygın olarak kullanılan çarpanlardır. Çuhadaroğlu Metal paylarının değerinin tespit edilmesinde bu çarpanlar kullanılmıştır.

3.2 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

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 ("BİST") 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 BİST'te "Metal Ana Sanayi" grubu altında işlem gören şirketlere, Çuhadaroğlu Alüminyum'un şirket değerinin tespitinde ise yine BİST'te işlem gören seçilmiş taahhüt şirketlerine ait çarpanlara göre hesaplama yapılmıştır.

Finans piyasalarında; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili tebliğine göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin FAVÖK hesaplamasına dahil edilip edilmemesine ilişkin olarak farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu raporda yer alan şirket değerlemesinde; esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler FAVÖK hesaplamasına dahil edilmiştir. Öte yandan piyasadaki farklı yaklaşımlar göz önünde bulundurularak, Çuhadaroğlu Metal solo, Çuhadaroğlu Alüminyum ve seçilmiş BİST şirketlerinin verilerinin yer aldığı tablolarda esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin dahil edilmediği (FAVÖK₁) gösterimlere de yer verilmiş ancak değerlemede dikkate alınmamıştır.

Çuhadaroğlu Metal'in solo şirket değerinin tespit edilmesinde kullanılan çarpanlardan biri de PD/A.O. Öz Kaynaklar'dır. Bu çarpan ile yapılan şirket değeri hesaplamasında; Çuhadaroğlu Metal'in aktifinde bulunan Çuhadaroğlu Alüminyum kayıtlı iştirak değeri, Çuhadaroğlu Metal'in solo öz kaynaklarından düşülerek 30.09.2015 itibarıyla hesaplanan "Düzeltilmiş Öz Kaynaklar" kullanılmıştır.

Solo veriler (FAVÖK, Öz Kaynak 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 647.598 TL'lik tutar Çuhadaroğlu Metal'in solo Esas Faaliyet Karı'ndan, 887.774 TL'lik tutar ise Çuhadaroğlu Metal'in Net Kar ve Öz Kaynak tutarlarından düşülmek suretiyle düzeltme yapılmıştır.

Net Borç hesaplamasında; muhafazakar yaklaşımla her iki şirket bilançosunda "Ertelenmiş Gelirler" kalemi altında sınıflanan "Alınan Avanslar" tutarları finansal borç olarak değerlendirilerek "Düzeltilmiş Net Borç" hesaplaması yapılmıştır.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye alınan şirketler arasında finansal durum tablosunda "Alınan Avanslar" tutarları bulunan şirketler yer almaktadır. Ancak muhafazakar yaklaşımla söz konusu şirketlerin almış olduğu avanslar Net Borçlarına dahil edilmemiş ve Firma Değerleri'nde herhangi bir düzeltme yapılmamıştır.

Çuhadaroğlu Metal ile benzer faaliyet alanına sahip olan ancak şu anda BİST Yakın İzleme Pazarı'nda işlem gören ve yaşadığı finansal zorluklar nedeniyle 09.09.2013 tarihinde üretimini durdurduğu Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanan Feniş Alüminyum Sanayi ve Ticaret A.Ş., Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilmemiştir.

Şirket değerlerinin hesaplanmasında; Çuhadaroğlu Metal ve Çuhadaroğlu Alüminyum'un 01.01-30.09.2015, 01.01-30.09.2014 ve 01.01-31.12.2014 dönemlerine ilişkin solo gelir tabloları ve 30.09.2015 tarihli bilançoları kullanılmıştır. Değerlemede çarpanları kullanılan BİST şirketlerine ait FD/FAVÖK, F/K ve PD/A.O. Öz Kaynaklar çarpanları da ilgili şirketlerin 30.09.2015 ve 31.12.2014 tarihli karşılaştırmalı finansal tablolarından hesaplanmıştır.

Değerlemede kullanılan; FAVÖK ve Net Kar verileri 30.09.2015 itibarıyla son 12 aylık dönem, Piyasa Değerleri 27.01.2016 tarihli BİST kapanış, Ana Ortaklığa ait Öz Kaynaklar ise 30.09.2015'te sona eren hesap dönemi itibarıyla hesaplamaya dahil edilmiştir.

3.3 Çarpan Analizi Yöntemi'ne Göre Şirket Değerleri

3.3.1 Çuhadaroğlu Metal - Solo

3.3.1.1 Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Çuhadaroğlu Metal solo şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler ve hesaplama tabloları aşağıda yer almaktadır.

Çuhadaroğlu Metal Solo, Milyon TL	30.09.2015	Çuhadaroğlu Metal Solo Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	9,2	Öz Kaynaklar (30/09/2015)	122,6
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	2,3	Çuhadaroğlu Alüminyum Kayıtlı İstikak Değeri	42,5
Nakit ve Benzerleri (-)	8,9	Düzeltilmiş Öz Kaynaklar (30/09/2015)*	79,2
Net Borç	2,6	Net Kar*	13,0
Alınan Avanslar (+)	5,1	FAVÖK**	26,4
Düzeltilmiş Net Borç	7,7	Esas Faaliyet Kar**	22,2
		Amortisman ve İtfa Payları	4,2
		FAVÖK₁	19,6
		* Bağlı Ortaklık Net Kar ve Ozkaynak Etkisi (-)	0,9
		** Bağlı Ortaklık Esas Faaliyet Karı Etkisi (-)	0,6

3.3.1.2 Benzer Şirket Verileri

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BİST'te işlem gören "Metal Ana Sanayi" grubu şirketlerine ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; 30.09.2015 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 15'ten, F/K çarpanı 20'den ve PD/A.O. Öz Kaynaklar çarpanı 3'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

01.10.2014 - 30.09.2015 Milyon TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	A.O. Öz Kaynaklar	FAVÖK	Net Kar	FAVÖK ₁	FD/FAVÖK	F/K	PD/A.O. Öz Kaynaklar	FD/FAVÖK ₁	
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	
Demusaş 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	
Izmir 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	
Tuççelik	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: Fimmet

Piyasa ve Firma Değerleri 27.01.2016 itibarıyla hesaplanmıştır.

FAVÖK = Esas Faaliyet Karı + Amortisman İtfa Payları

FAVÖK₁ = Esas Faaliyet Karı - Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler + Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler + Amortisman İtfa Payları

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 Kat:9
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic. Sic. No:388440
www.denizyatirim.com.tr
Mersis No: 02910110783000013

3.3.1.3 Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu - Çuhadaroğlu Metal Solo

Çarpan Analizi yöntemi kapsamında; BİST Metal Ana Sanayi grubu şirketleri FD/FAVÖK, F/K ve PD/A.O. Öz Kaynaklar çarpanları medyanları ile hesaplanan şirket değerleri eşit olarak ağırlıklandırılarak Çuhadaroğlu Metal'in solo şirket değeri 133,2 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

Çuhadaroğlu Metal Solo, Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015	BİST Seçilmiş Şirket Çarpanları - Medyan	01.10.2014 30.09.2015	Değerlemede Kullanılan Çarpan	Çuhadaroğlu Metal Solo Şirket Değeri Mn 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

3.3.2 Çuhadaroğlu Alüminyum

3.3.2.1 Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Çuhadaroğlu Alüminyum şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler ve hesaplama tabloları aşağıda yer almaktadır.

Çuhadaroğlu Alüminyum, Milyon TL	30.09.2015	Çuhadaroğlu Alüminyum Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	2,4	Öz Kaynaklar (30/09/2015)	41,1
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler (+)	5,5	Net Kar	6,8
Nakit ve Benzerleri (-)	24,8	FAVÖK	9,0
Net Borç	-16,9	Esas Faaliyet Karı	7,5
Alınan Avanslar (+)	13,6	Amortisman ve İtfa Payları	1,5
Düzeltilmiş Net Borç	-3,3	FAVÖK ₁	7,3

3.3.2.2 Benzer Şirket Verileri

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BİST'te işlem gören seçilmiş taahhüt şirketlerine ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; 30.09.2015 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 15'ten, F/K çarpanı 20'den ve PD/A.O. Öz Kaynaklar çarpanı 3'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

01.10.2014 - 30.09.2015 Milyon TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	A.O. Öz Kaynaklar	FAVÖK	Net Kar	FAVÖK ₁	FD/FAVÖK	F/K	PD/A.O. Öz Kaynaklar	FD/FAVÖK ₁
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: Fimmet

Piyasa ve Firma Değerleri 27.01.2016 itibarıyla hesaplanmıştır.

FAVÖK = Esas Faaliyet Karı + Amortisman İtfa Payları

FAVÖK₁ = Esas Faaliyet Karı - Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler + Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler + Amortisman İtfa Payları

3.3.2.3 Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu - Çuhadaroğlu Alüminyum

Çarpan Analizi yöntemi kapsamında; BİST'te işlem gören taahhüt şirketleri FD/FAVÖK, F/K ve PD/A.O. Öz Kaynaklar çarpanları medyanları ile hesaplanan şirket değerleri eşit olarak ağırlıklandırılarak Çuhadaroğlu Alüminyum'un solo şirket değeri 54,1 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

Çuhadaroğlu Alüminyum Milyon TL	01.10.2014 30.09.2015	BİST Seçilmiş Şirket Çarpanları - Medyan	01.10.2014 30.09.2015	Değerlemede Kullanılan Çarpan	Çuhadaroğlu Alüminyum 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

4. Sonuç

Çuhadaroğlu Metal'in Şirket Değeri;

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

eklenmesiyle 169,2 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Bu değere göre birim pay değeri 2,73 TL'dir. Bu değer üzerinden %26,7 iskonto uygulanarak halka arz birim pay değeri 2,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerlemede Kullanılan Çarpan	Çuhadaroğlu Metal	Çuhadaroğlu Alüminyum	Çuhadaroğlu Metal
	Solo Şirket Değeri X %100, Mn TL	Şirket Değeri X %66,54, Mn TL	Şirket Değeri, Mn TL
FD/FAVÖK	186,2	31,0	217,2
F/K	128,6	44,9	173,4
PD/A.O. Öz Kaynaklar	84,9	32,0	116,9
Ortalama	133,2	36,0	169,2

Ödenmiş Sermaye	62,0
Birim Pay Değeri	2,73 TL

4.1 Önemli Hususlar

Ana Ortaklık Düzeltmeleri ile Çarpanlar: Halka arz Şirket Değeri'ne göre aşağıda yer alan çarpanların hesaplanmasında kullanılan "Ana Ortaklık Net Borç", "Ana Ortaklık Net Kar", "Ana Ortaklığa Ait Öz Kaynaklar" ve "Ana Ortaklık FAVÖK" tutarları ve hesaplama yöntemleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Ana Ortaklık Net Borç, Milyon TL	30.09.2015	Çuhadaroğlu Metal Milyon TL	01.10.2014
Çuhadaroğlu Metal Solo Net Borç	2,6		30.09.2015
Çuhadaroğlu Alüminyum Net Borç x 0,6654	-11,3	Ana Ortaklık FAVÖK	32,3
Ana Ortaklık Net Borç	-8,7	Çuhadaroğlu Metal Solo FAVÖK	26,4
Çuhadaroğlu Metal Solo Alınan Avanslar (+)	5,1	Çuhadaroğlu Alüminyum FAVÖK x 0,6654	6,0
Çuhadaroğlu Alüminyum Alınan Avanslar x 0,6654 (+)	9,0	Ana Ortaklık Net Kar	17,6
Düzeltilmiş Ana Ortaklık Net Borç	5,5	Ana Ortaklığa Ait Öz Kaynaklar (30/09/2015)	106,7

Çuhadaroğlu Metal için 124,0 milyon TL olarak belirlenen Halka Arz Şirket Değeri'ne göre; FD/Ana Ortaklık FAVÖK çarpanı 4,00, F/K çarpanı 7,05 ve PD/A.O. Öz Kaynaklar çarpanı 1,16 olarak hesaplanmaktadır.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Buyukdere Cad. No: 41 K:3
Esenler/34397 Şişli - İSTANBUL
V.No: 29710/110783 Tic. Sic. No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291011078300013