



HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ANALİST RAPORU

TUĞÇELİK ALÜMİNYUM ve METAL MAMÜLLERİ A.Ş.

Serdar Ceylan serdarceylan@metroyatirim.com.tr

10.05.2014

Önemli Not:

İşbu analist raporu, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2. Fıkrası kapsamında A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından Tuğçelik Alüminyum ve Metal Mamülleri A.Ş.'nin halka arzı için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka arza katılımı ile ilgili olarak yatırımcılar tarafından verilecek yatırım kararları, halka arza ilişkin olarak hazırlanmış olan sirküler ve izahname ile bunların tamamlayıcısı olan veya ekinde bulunan raporların bir bütün halinde detaylı bir şekilde incelenmesi sonrasında verilmelidir.

HALKA ARZ BİLGİLERİ

Halka Arz Özet Bilgileri:

HALKA ARZ ÖZET BİLGİLERİ	
Halka Arz Yöntemi	Borsada Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Talep Toplama Tarihi	10-11 Haziran 2014
Taahhütler	- Şirket açısından 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapılmaması ve dolaşımdaki pay miktarının artırılmaması - Ortaklar açısından 1 yıl boyunca ortak satışı yapmama
Halka Arz Aracılığı	Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Öncesi Sermaye	25.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	30.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Pay - Adet)	7.000.000
-Sermaye Artırımı	5.000.000
-Ortak Satışı	2.000.000
Halka Arz Oranı	%23,33
Brüt Halka Arz Büyüklüğü	28.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	120.000.000 TL
Halka Arz İskontosu	%22
Pay Başına Değer (Halka Arz Sonrası)	4,00 TL

Şirket Hakkında Bilgi:

1988 yılında kurulan Tuğçelik Alüminyum ve Metal Mamülleri San. Ve Tic. A.Ş. ("Tuğçelik" veya "Şirket"), İstanbul Sancaktepe'de yaklaşık 10,000 m2 alanda kurulu 7,500 m2 kapalı ve 2,500 m2 faal üretim ve stok alanı ile üretim faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Şirket, iki ana başlık altında faaliyette bulunmaktadır. Bunlar;

1-Yassı Levha Sac Ticareti: Şirket, yurtiçi ve yurtdışı piyasalardan özellikle kalın ve büyük ebatlı yassı levha sac ithalatı yaparak, bu malzemenin yurtiçine toptan veya perakende olarak satışını gerçekleştirmektedir. Şirket bu faaliyetlerini Gebze Dilovası OSB'de bulunan yaklaşık 10,000 m2 alana sahip depoları ve sevkiyat tesislerinden gerçekleştirmektedir.

2-Alüminyum Döküm Tesisleri: Şirketin alüminyum üretim tesisleri İstanbul Sancaktepe'de olup, yaklaşık 10,000 m2 alanda (7,500 m2 kapalı ve 2,500 m2 faal üretim ve stok alanı) üretim gerçekleştirilmektedir. Şirketin bu segmentte üretimini gerçekleştirdiği ürünler ağırlıklı olarak otomotiv, beyaz eşya ve aydınlatma sektörlerinde kullanılmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanımı Hakkında Bilgi:

Halka arz maliyetleri düşüldükten sonra Şirket için elde edilecek 18,8 milyon TL'lik kaynak;

-Alüminyum döküm parçalarının işleminde kullanılmak üzere 2 adet CNC üretim ünitesi 2.385.620 Euro karşılığı 7.150.000 TL olmak üzere makine yatırımı yapılmasında,

-11.650.000 TL'si kısa ve orta vadeli kredilerden yüksek maliyetli olanların kapatılmasında, kullanılacaktır.

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

A1 Capital Menkul Değerler tarafından Tuğçelik için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılmıştır.

"İndirgenmiş Nakit Akımı" yönteminde;

-Şirketin satış gelirlerinin döviz cinsinden oluşması nedeniyle projeksiyonlar Euro üzerinden yapılmıştır.

-Şirketin gelirleri üç ana kalemden incelenmiştir: Demir-Çelik Grubu, Alüminyum Grubu ve ağırlıklı olarak kalıp üretiminden oluşan Diğer Grup satışları.

-Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti Euro bazında %6,31 olarak hesaplanmış olup, detay bilgileri aşağıda gösterilmiştir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti EUR bazında %6,31 olarak hesaplanmış olup, detay bilgisi aşağıda gösterilmiştir.

AOSM (EUR)	6,31%
Sermaye Ağırlığı	36,86%
Borç Ağırlığı	63,14%
Beta	1,00
Risk Primi	6,00%
Gösterge Faiz Oranı	3,59%
Borç Maliyeti	5,50%

Sermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak 02.06.2014 tarihli Euro cinsinden 2023 vadeli Eurobond'un bileşik faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %6,00 alınmıştır. Şirketin borçlanma faiz oranı olarak da %5,50 dikkate alınmıştır. Şirket'in borç/özsermaye ağırlık oranına göre de ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %6,31 olarak hesaplanmıştır.

-2018 yılından sonra Şirket'e ilişkin nihai değer hesaplamasında büyüme oranı %1 olarak öngörülmüştür.

-Şirketin satış gelirlerinin aşağıdaki şekilde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

EUR	2014	2015	2016	2017	2018
Demir-çelik	13.537.393	13.537.393	13.537.393	13.537.393	13.537.393
Alüminyum	11.757.432	22.152.539	30.668.923	37.471.529	40.202.687
Diğer	2.515.863	2.767.449	3.044.194	3.348.613	3.683.475
Toplam	27.810.688	38.457.382	47.250.510	54.357.536	57.423.555

İndirgenmiş Nakit Akımları (EUR)	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	27.810.688	38.457.382	47.250.510	54.357.536	57.423.555

-Sonuç olarak, İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre Tuğçelik'in halka arz iskontosu öncesi toplam Özkaynak Değeri 79.884.691 Euro (227.439.705 TL) olarak bulunmuştur.

Şirket Değeri	100.647.121
Net Borç (-)	20.762.430
Sermaye Değeri (EUR)	79.884.691
Sermaye Değeri (TL)	227.439.705
Kur:	2,8471

"Piyasa Çarpanları" yönteminde;

-Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri BİST-100 Endeksi, metal ana sanayi endeksi ve otomotiv yan sanayi endeksi çarpanları kullanılarak tespit edilmiştir.

-Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre piyasa değerinin hesaplanmasında "Fiyat/Kazanç" ("F/K") ve "Piyasa Değeri/Defter Değeri" ("PD/DD") çarpanları kullanılmıştır.

-Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre şirket değerlerini elde etmek için çarpanlarda kullanılacak şirket verileri olarak Tuğçelik'in yıllıklandırılmış verileri dikkate alınmıştır.

	Yıllıklandırılmış
Şirket Verileri	
Net Kar	1.440.053
Özkaynaklar	26.455.618
Satışlar	54.284.623
FAVÖK	8.648.625
Net Borç	61.662.340

Sonuç olarak;

Tuğçelik'in indirgenmiş nakit akımları analizi ile BİST-100 Endeksi, metal ana sanayi ve otomotiv yan sanayi sektör çarpanlarına göre elde edilmiş şirket değerleri sırasıyla %50-%20-%15-%15 oranında ağırlıklandırılarak nihai şirket değerine ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	227.439.705	50,0%	113.719.852
BİST-100 Endeksine Göre	30.805.317	20,0%	6.161.063
Metal Ana Sanayi Endeksine Göre	27.005.524	15,0%	4.050.829
Otomotiv Yan Sanayi Endeksine Göre	29.700.015	15,0%	4.455.002
Toplam Şirket Değeri			128.386.747
İskontolu Şirket Değeri			100.000.000
Halka Arz Fiyatı			4,00

Bu doğrultuda Tuğçelik'in ağırlıklandırılmış ortalama şirket değeri 128.386.747 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 25.000.000 TL olup, birim pay değeri 5,14 TL'ye denk gelmektedir. Şirketin halka arz fiyatı %22 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 4,00 TL olarak belirlenmiştir.

Çıkarılmış Sermaye	25.000.000
Pay Başına Şirket Değeri	5,14
Halka Arz İskontosu	22%
Halka Arz Fiyatı	4,00
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	100.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	28.000.000
Sermaye Artırımı	20.000.000
Ortak Satışı	8.000.000
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	120.000.000

(Not: Bu bölümdeki tablolar A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'ndan aynen alınmıştır)

SONUÇ

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşlerimiz

- ✓ Değerleme yapılırken A1 Capital Menkul Değerler tarafından "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılmış olup, kullanılan varsayımlara ve yapılan hesaplamalara ilişkin görüşlerimiz aşağıda belirtildiği şekildedir;

- **"Piyasa Çarpanları" Yöntemi:**

- "Piyasa Çarpanları" yönteminde BİST-100 Endeksinin yanı sıra metal ana ve otomotiv yan sanayi endeks çarpanlarının baz alınmasını doğru ve makul buluyoruz. Analizde sadece "F/K" ve "PD/DD" oranlarına yer verilmesi ise bizim gözümüzde yeterlidir.

- **“İndirgenmiş Nakit Akımı” Yöntemi:**

- Şirketin Euro bazında öngörölmüş olan satışlarının projeksiyon dönemini kapsayan 2014-2018 yıllarında %15’in üzerinde bir “bileşik yıllık büyüme oranına” (“CAGR”) sahip olmasını aşırı derecede iyimser olarak değerlendiriyoruz. Son yıllarda satış performansı olarak zayıf bir performans ortaya koyan şirket her ne kadar 2,3 milyon Euro’luk alüminyum yatırımı gerçekleştirecek olmasına karşın, geleceğe yönelik değerlendirmelerde muhtemelen şirketin satış performansı riskinin yanı sıra emtia ve kur riski gibi etkenlerin de önemli ölçüde göz ardı edilmiş olduğunu düşünüyoruz.
- 2011-2012 yıllarında %7-8,50 aralığında gerçekleşen şirketin brüt kar marjının 2013 yılında ve 2014 yılı ilk çeyreğinde %14 seviyelerinde gerçekleşmiş olması olumlu olmakla beraber, yine yukarıda ifade edilmiş olan emtia ve kur riski gibi etkenler dolayısıyla, şirketin brüt kar marjının projeksiyon döneminde her yıl istikrarlı bir şekilde iyileşme kaydederek 2018’e doğru %20’nin üzerine çıkacağını öngörmenin şimdilik iyimser bir bakış açısını içerdiğini tahmin ediyoruz. Brüt kar marjındaki bu kademeli yükseliş beklentisi, şirketin diğer kar marjlarına da aynı şekilde yansımakta ve değerlendirme üzerinde etkili olmaktadır.

✓ **Sonuç Olarak:**

- Şirketin indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemiyle yapılan değerlendirme neticesini satış performansı, emtia ve kur riski gibi etkenleri yeterince dikkate almadığı gerekçesiyle aşırı derecede iyimser buluyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımı analizi neticesinde elde edilen şirket değerine yönelik tereddütlerimiz dolayısıyla, Tuğçelik’in halka arzı için hesaplanmış olan şirket değerini makul bulmadığımızı belirtiriyoruz.

Çekince:

Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.



Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Büyükdere Cad. No: 171 Kat:17 Metrocity A Blok 1. Levent, İstanbul

Telefon: (+90) 212 344 09 00 Fax: (+90) 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr info@metroyatirim.com.tr