

**METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.**

---

09-02-2016

**“ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.”**  
**“Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği’ nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Deniz Yatırım) tarafından Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. (Çuhadaroğlu Metal, Şirket) için hazırlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’ nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## **A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER**

### **1. Faaliyet Konusu hakkında**

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ nda, Şirket ve faaliyet konusu hakkında bilgi verilmiş, Sermaye ve ortaklık yapısı tablo halinde gösterilmiştir. Ürünler, Üretim tesisleri ve Satış kanalları hakkında yeterli özet bilgi verilmiştir. Sonuç olarak Şirketin iş yapma modeli hakkında verilen bilgiler genel bir değerlendirme yapmaya yetecek ölçüde açık bir şekilde ifade edilmiştir.

### **2. Mali Tablolar hakkında**

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’ nda yer verilen 2012, 2013, 2014 yılsonu ve 2014/09 ile 2015/09 ara dönemlerine ait bilanço ve gelir tabloları açık ve kapsamlıdır. Tablolar hem konsolide, hem de Solo olarak verilmiş ve Şirket hakkında değerlendirme yapılması kolaylaştırılmıştır.

### **3. Halka Arz gelirinin Kullanım Yerleri**

Halka arz gelirinin kullanım yeri planlaması raporda belirtilmemiştir. Raporda özet bir şekilde bu bilgilere yer verilmesi yatırımcılar açısından daha aydınlatıcı olabilirdi.

# METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU

### ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.

## B- DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

### Değerleme Metodolojisi

Deniz Yatırım, Çuhadaroğlu Metal ’ in halka arzında birim hisse için 2 TL fiyat belirlemiş olup, yayımlanmış olan fiyat tespit raporuna göre Şirket’ in değerlemesinde, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemleri incelenmiş ancak sadece Çarpan Analizinin kullanılması uygun görülmüştür. Buna gerekçe olarak İNA analizinde yapılması gereken öngörülerde belirsizlik olması ve izahnamede Şirket’ in gelecek döneme ilişkin finansal projeksiyonlarının yatırımcılar ile paylaşılmaması gösterilmiştir. Gelecek finansal dönemlere ilişkin öngörülerde bulunmanın bazı belirsizlikler nedeniyle zor olduğunu kabul etmekle birlikte, mevcut koşullar altında bir projeksiyon yapılmasının hem yatırımcının Şirket vizyonu hakkında bilgi sahibi olması, hem de değerlemeye yöntem zenginliği katmak suretiyle değerlendirme çalışmasının güvenilirliğinin artırılması açısından daha doğru bir yaklaşım olabileceğini düşünüyoruz.

## C - DEĞERLEME ÇALIŞMASI

### Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır.

Değerleme Raporu’ nda FD/FAVÖK (Firma Değeri/Favök), F/K (Fiyat/Kazanç) ve PD/A.O. Öz kaynakları (Piyasa Değeri/Ana Ortaklık Öz kaynakları) oranları kullanılmıştır.

Çuhadaroğlu Metal, Çuhadaroğlu Alüminyum’ un sermayesinde % 66,54 paya sahiptir. Çarpan Analizi yöntemi kapsamında; Çuhadaroğlu Metal, Çuhadaroğlu Alüminyum’ un solo finansal verileri baz alınarak her iki şirketin solo değerlerinin tespiti için hesaplama yapılmış ve sonrasında elde edilen değerler üzerinden Çuhadaroğlu Metal’ in konsolide piyasa değeri hesaplanmıştır.

BİST’ te işlem gören şirketler arasında faaliyet konusu Çuhadaroğlu Metal ve bağlı ortaklığı Çuhadaroğlu Alüminyum ile birebir örtüşen herhangi bir şirket bulunmadığından; Çuhadaroğlu Metal’ in solo şirket değerinin tespitinde BİST “Metal Ana Sanayi” ve Çuhadaroğlu Alüminyum’ un şirket değerinin tespitinde BİST’ te işlem gören seçilmiş taahhüt şirketlerine ait çarpanlar kullanılmıştır. Ancak bu durum, özellikle Çuhadaroğlu Alüminyum’ un şirket değer tespitinde sadece 3 şirketin baz alınmasına neden olmuş ve değer tespitini bir miktar sınırlamıştır. Halka arz sonrasında Çuhadaroğlu Metal’ in, BİST Ana

**METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.**

Pazarında işlem göreceğinden değerlemelerde Ana Pazar rasyolarının da kullanılmasının değerlemeyi daha sağlıklı kılabileceğini düşünüyoruz.

Net borç hesaplamasında, muhafazakar bir yaklaşımla her iki şirket bilançosunda “Ertelemiş Gelirler” kalemi altında sınıflanan “Alınan Avanslar” tutarlarının finansal borç olarak değerlendirilerek “Düzeltilmiş Net Borç” hesaplaması yapılmasını olumlu buluyoruz.

FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir/gider kalemleri hesaplama dahil edilmiştir. Bu kalemlerin hesaplama dahil edilmemesinin daha doğru ve muhafazakar bir yaklaşım olacağını düşünüyoruz. Nitekim raporda bu kalemlerin dahil edilmediği FAVÖK verileri gösterilmiş olup, rakamların daha düşük olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak, Çarpan Analizinde baz alınan rasyoların makul çerçevede olduğunu düşünüyoruz. Çarpan Analizi yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmaların genel bir değerlendirme yapmaya yetecek ölçüde açık bir şekilde ifade edildiğini görüşüyoruz.

#### D- SONUÇ

Raporun 9. Sayfasındaki sonuç bölümünde Çarpan Analizi yönteminde kullanılan çarpanların verdiği değerler aşağıdaki tablo halinde belirtilmiştir.

Değerlemede Kullanılan Çarpan	Çuhadaroğlu Metal (Solo Mn TL)	Çuhadaroğlu Alüminyum (% 66,4 Mn TL)	Çuhadaroğlu Metal (Konsolide Mn TL)
FD/FAVÖK	186,2	31,0	217,2
F/K	128,6	44,9	173,4
PD/A.O. Özkayn.	84,9	32,0	116,9
Ortalama	133,2	36,0	169,2

**Ödenmiş Sermaye** **62,0 Milyon TL**  
**Birim Pay Değeri** **2,73 TL**  
**Halka Arz Fiyatı** **2,00 TL**

Fiyat Tespit Raporu’un içeriğine ilişkin değerlendirmelerimizi raporun A ve B bölümlerinde, Şirket değerini hesaplamada kullanılan Çarpan analizi yöntemine ilişkin görüşlerimizi raporun önceki bölümünde belirttik. Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket için 169,2 milyon TL piyasa değeri hesaplanmış ve buna % 26,7 iskonto uygulanarak 124 milyon TL Halka arz şirket değeri belirlenmiştir. Bu iskonto oranını makul buluyoruz. Sonuç olarak, öngörülen bu değer üzerinden 2 TL olarak belirlenen birim halka arz fiyatını makul olarak değerlendiriyoruz.

**METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.**

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti SPK tarafından yayımlanan tebliğ çerçevesinde, aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde sunulur. Burada ulaşılan sonuçlar, tercih edilen hesaplama yöntemi ve veya yorum tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi sağlıklı sonuçlar doğurmayabilir. Ayrıca burada yer alan bilgiler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir.

**GENEL MÜDÜRLÜK**

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

[www.metroyatirim.com.tr](http://www.metroyatirim.com.tr)

**Görüş ve önerileriniz için iletişim adresimiz; [info@metroyatirim.com.tr](mailto:info@metroyatirim.com.tr)**