



**FORMET ÇELİK KAPI SANAYİ
VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**

FİYAT TESPİT RAPORU

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

26.04.2018

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Menkul Değerler Cad. Metro City A Blok
No:17/A K:1734330 Levent - İSTANBUL
Büyükdere Mah. Büyükdere Caddesi
Büyükdere Kurumlar V.D.854 D:1
Tic. Sic No:358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr



1. YÖNETİCİ ÖZETİ

Bu raporun amacı, Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Formet", "Şirket", "İhracçı") ile Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka arza aracılık ve yüklenim sözleşmesi kapsamında, Şirket paylarının birincil halka arzında halka arz fiyatının tespiti amacıyla Şirket değerini rapor tarihi itibarıyle sağlanan bilgi, veri ve projeksiyonlar çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Değerleme çalışması; Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun "III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" i dikkate alınarak hazırlanmıştır.

SPK'ın "Seri: VIII No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçeveinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulea Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" hükümleri saklı kalmak üzere, SPK'ın 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı çerçevesinde değerlendirme hizmeti verilmesi için gerekken şartlar yerine getirilmiştir.

Formet, 26 Ocak 2005 tarihinde kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirketin iki temel faaliyet konusu bulunmaktadır. Bunlar; çelik kapı ve ahşap iç mekan kapıları ile dayanıklı tüketim malları üretimi, pazarlaması ve satışıdır. Şirketin ana faaliyet konusu çelik kapı imalatıdır. Şirkette üretim halen tek vardiya sisteminde çalışmaktadır, ihtiyaç halinde 2. ya da 3. vardiyyaya çıkacak kapasiteye sahiptir. Mevcut üretim şartlarında aylık üretim 10.000-12.000 adet civarındadır.

Dayanıklı tüketim mamulleri üretimi yapılan diğer tesisteki üretim ise ısıtıcı grubu, pişirici grubu ve diğer dayanıklı tüketim malları şeklinde 3 ana gruba ayrılabilir. Isıtıcı grubuna, doğalgaz sobası, radyan soba, elektrikli quartz ısıtıcılar, pişirici grubuna ise ocak, hotplate (elektrikli ocak), tamboy fırın, mini fırın vb. ürün grupları girmektedir. Dayanıklı tüketim mamulleri kısmında ağırlıklı olarak ihracata yönelik ürünler üretilmektedir. Bu fabrikada tek vardiya sisteminde çalışmaktadır, istenildiğinde 2 ya da 3 vardiyyaya çıkacak altyapıya sahiptir.

Formet'in Merkez adresi Kayseri'de bulunmaktadır. Şirket'in 31 Aralık 2017, 2016 ve 2015 tarihleri itibarıyle bağlı ortaklıği ve iştiraki bulunmamaktadır. 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyle dönemde çalışan personelin ortalama sayısı 195'dir.

Bu değerlendirme raporu, SPK'ın "III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan "Uluslararası Değerleme Standartları"na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket değerlendirmelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerlendirme yaklaşımının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gereklidir. Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA)
- c) Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLEME A.Ş.
Merkez: İlyasdere Cad. Metro City A Blok
No:171/1 K: 17 3430 Levent - İSTANBUL
Birazıcı Kurumlar V.D.854 00617
Tic. Sic. No 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

Formet' in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerlendirme çalışmasında “**Pazar Yaklaşımı**” ile “**Gelir Yaklaşımı**” yöntemleri kullanılmış olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem ile elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi	91.175.193	8,30
2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi	102.720.115	9,35
Ortalama Şirket değeri (% 50 - % 50 ağırlık) =	96.947.654	8,83
İskonto % 17 =	16.481.101	1,50
İskontolu Şirket Değeri =	80.466.553	7,33

Sonuç olarak Formet için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde 2 yöntem eşit olarak ağırlıklandırılmış ve ortalama Şirket değeri 96.947.654 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 10.982.000 TL'ye göre birim pay değeri 8,83 TL'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **% 17** oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak, **7,33 TL** olarak belirlenmiştir. Tespit edilen değerin makul ve adil olduğu görüşündeyiz.

2) DEĞERLEME ÇALIŞMASI

a) Değerlemeye İlişkin Varsayımlar, Sınırlayıcı Şart, Özel ve Olağandışı Varsayımlar

Değerleme çalışması; SPK' nin “III-62.1 sayılı Sermaye Piyasası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” i dikkate alınarak hazırlanmıştır.

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel bekentiler değerlendirilerek bu süreçte Türkiye ekonomisinin ve küresel ekonominin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Formet için değerlendirme ve fiyat tespit çalışması; 2015, 2016 ve 2017 yılsonu dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tablolara dayanılarak hazırlanmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından uygulanan satış yöntemi, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgiler veri alınarak, bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- i) Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb.) alıştagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.S.
Merdiven Bayıldıra Cad. Metro City A Blok
No:171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Beşiktaş Kirurmlar V.D 854 006 3447
Tic. Sic: No 368936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyebilecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,

iii) Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlendirme, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan bu faktörlerin hepsini dikkate alarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- ✓ Değerlemesi yapılan aktifler için bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Değerleme çalışmasında, değerlendirmeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı hak olmadığı kabul edilmiştir.
- ✓ Bu raporda kullanılan tüm bilgiler Şirket yönetimi tarafından sağlanmış doğru olduğu kabul edilen bilgilerdir.
- ✓ Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Ancak, piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket değerini etkileyerek, yukarı veya aşağı yönde değiştirebileceği bilinmelidir.
- ✓ Değerleme çalışması sırasında, Şirket'in faaliyetini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun olduğu kabul edilmiş ve bu husus ayrıca incelenmemiştir.

b) Sınırlayıcı koşullar

Hazırlanan bu rapor, Formet tarafından, Metro Yatırım'a verilen ve kamuya açık bilgiler kullanılarak hazırlanmıştır. Bu bilgilerin güvenilir olup olmadığı veya değerlendirme görüşünün güvenilirliğini olumsuz yönde etkileyip etkileyemeyeceği hususu dikkate alınarak, sunulan bilgilerin inandırıcılığı veya güvenilirliği teyit edilmiştir. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

Metro Yatırım, Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları temel almış olup, Şirket ve ilgili personelden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Bu raporda varılmış olan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve mali tablo dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Metro Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlendirmeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Rapor, mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibarı ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

3. ŞİRKET PROFİL ÖZETİ

Faaliyet Konusu ve Faaliyetleri

Formet'in iki temel faaliyet konusu bulunmaktadır. Bunlar; çelik kapı ve ahşap iç mekan kapıları ile dayanıklı tüketim malları üretimi, pazarlaması ve satışıdır. Şirketin ana faaliyet konusu çelik kapı imalatıdır. Üretim gruplarına göre ekonomik kapılar, standart kapılar, lüks kapılar, çift kanatlı kapılar, yanın kapıları ve iç oda kapıları şeklinde üretim sınıflandırması yapılmıştır. Gruplandırma üretim maliyetlerine göre yapılmıştır. Şirkette üretim halen tek vardiya sisteminde çalışmaktadır, ihtiyaç halinde 2. ya da 3. vardiyyaya çıkacak kapasiteye sahiptir. Mevcut tek vardiya üretim şartlarında aylık üretim 10.000-12.000 adet civarındadır. Bu nedenle, kapasite kullanım oranı %50-60 civarında hesaplanmaktadır.

Dayanıklı tüketim mamulleri üretimi yapılan diğer tesisteki üretim de, ısıtıcı grubu, pişirici grubu ve diğer dayanıklı tüketim malları şeklinde 3 ana gruba ayrılmaktadır. Isıtıcı grubuna; doğalgaz sobası, radyan soba, elektrikli quartz ısıtıcılar, pişirici grubuna ise ocak, hotplate (elektrikli ocak), tam boy fırın, mini fırın vb. ürün grupları girmektedir. Dayanıklı tüketim mamulleri kısmında ağırlıklı olarak ihracata yönelik ürünler üretilmektedir. Bu fabrika da tek vardiya sisteminde çalışmaktadır, istenildiğinde 2 ya da 3 vardiyyaya çıkacak altyapıya sahiptir. Kapasite kullanım oranı % 25-30 civarındadır. Şirketin uzun vadeli projeksiyonlarında ve ciro tahminlerinde, dayanıklı tüketim malları grubunun ciro içerisindeki ağırlığının artması beklenmektedir.

FORMET tarafından üretilen kapı çeşitleri şunlardır:

- Daire giriş kapıları,
- İç oda kapıları,
- Apartman giriş kapıları,
- Yanın kapıları,
- Endüstriyel metal kapılar

FORMET tarafından üretilen dayanıklı tüketim mamulleri şunlardır:

- Pişiriciler
 - Tam Boy Fırınlar
 - Set Üstü Ocaklar
 - Ankastre Ocaklar
 - Elektrikli Ocaklar
 -
- Isıtıcılar
 - Elektrikli Isıtıcılar
 - Doğal Gaz Isıtıcıları

METRO YATIRIM MİENKUL DEĞERLER A.S.
Merkez: Clayton Cad. Metro City AVM No: 71 Kat: 34330 Levent - 34750
Boğaziçi Kurumi V.D. 854 6713
Tc. Sic. No 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

- Diğer Dayanıklı Tüketim Malları
 - Hava Perdeleri
 - Metal Ayakkabılık
 - Metal Geri Dönüşüm Dolapları

Ar-Ge bölümünden bulunan Şirket, ağırlıklı olarak kendi tasarladığı ürünlerin üretimini ve satışını yapmakla birlikte, özel tasarım ürünlerin üretimini de gerçekleştirmektedir. Şirketin, 200 üzerinde patent, faydalı model ve tasarım tescil belgesi bulunmaktadır.

Şirkette üretim süreçleri TSE standartlarına uygunluk dışında, ISO-9001, IS014001, OHSAS kalite güvence sistemleri ile yönetilmektedir. Şirketin ulusal kalite belgeleri dışında, uluslararası kalite belgeleri de bulunmaktadır.

Formet, 17 Ocak 2005 tarihinde kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket, 4 Ağustos 2014 tarihinde Mustafa Sezen-Formet Çelik Kapı ünvanlı şahıs işletmesini tüm aktif ile birlikte kül halinde devir almıştır. Bu devir işlemi sonucunda Şirket'in sermayesi 100.000 TL'den, aynı olarak artmış olup 10.982.000 TL'ye ulaşmıştır.

Şirket, 28 Aralık 2016 tarihinde tür değişikliğine giderek Limited Şirket'ten Anonim Şirket'e dönüşmüştür. Bu dönüşüm sırasında özkaynak hesaplarını toplulaştırarak sermaye artırımı yapmıştır. Bu işlem sonucunda 10.982.000 TL olan sermaye 14.148.000 TL artarak 25.130.000 TL'ye ulaşmıştır. 29 Mayıs 2017 tarihli Genel Kurul kararıyla Şirket toplulaştırmayı düzeltme amaçlı eş zamanlı 14.148.000 TL sermaye azaltım ve artırımı yapmıştır. 15 Haziran 2017 tarihli Genel Kurul kararıyla ise yeniden sermaye azaltımına gidilerek 14.148.000 TL sermaye, geçmiş yıl zararlarından düzeltme suretiyle sermaye azaltımı yapılmıştır.

Formet' in merkez adresi Kayseri' de bulunmaktadır. Şirket' in 31 Aralık 2017, 2016 ve 2015 tarihleri itibariyle bağlı ortaklıği ve iştiraki bulunmaktadır. 31 Aralık 2017 tarihi itibariyle dönem içinde çalışan personelin ortalama sayısı 195'dir.

Ortaklık satışlarının büyük kısmını yurtiçinde ve tüm Türkiye' de gerçekleştirilmektedir. Yoğun çalışılan bölgeler, Marmara, İç Anadolu ve Ege bölgeleridir. Satışların en yoğun olduğu bölge ise Marmara bölgesidir.

Şirketin yurtdışı pazarını ise ağırlıklı olarak Afrika ve Orta Doğu oluşturmaktadır. Şirket, 2014 yılında çelik kapı sektöründe Türkiye ihracat birincisi olmuştur.¹

Şirketin Ortaklık Yapısı

Şirketin paylarının tamamı Mustafa SEZEN' e aittir. Şirkette dolaylı pay sahipliği bulunmamaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin planlanan halka arzı, sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla gerçekleştirilecektir. Yönetim Kurulu'nun 18.02.2018 tarihinde aldığı 2018/2 sayılı karar ile sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin aşağıdaki gibi kullanılması planlanmaktadır;

¹ www.akib.org.tr

Halka arzdan beklenen net gelir ile;

1. Kısa Vadeli Borçların Kapatılması: Halka arzdan elde edilecek net gelirin yaklaşık % 60'ı mevcut kısa vadeli kredilerin ve finansal borçların kapatılmasında kullanılacak olup, bu sayede yüksek olan finansman giderlerinin aşağı çekilmesi vasıtıyla karlılığın daha fazla artırılması planlanmaktadır.

2. İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi: Hammadde tedarik sürecinde fiyat avantajı sağlamak amacıyla, tedarikçiler ile nakit bağlantılar yapabilmek ve ihracat hacmini artırmak için işletme sermayesinin güçlendirilmesine ihtiyaç duyulmaktadır. Bunun için net halka arz gelirinin % 25'i işletme sermayesi olarak kullanılacaktır. Bu sayede ciro ve karlılığın artırılması planlanmaktadır.

3. İş Geliştirme: Daha önce Ar-Ge çalışmaları neticesinde yatırımı tamamlanmış olan 2 büyük projeden birisi konumundaki; yaklaşık 16 kişinin 3 günde yaptığı işi 2 makine ve 2 kişi ile 1 günde tek başına yapan Tam Otomatik Sac Bükme Hattı (Roll-Form makinaları)'nda yarı mamul üretimi başarıyla gerçekleştirilmektedir. Şirket kısaca "basılmış sac" olarak adlandırılan bu yarı mamul ürünlerin satışında gerek yurt içinde gerekse yurt dışında işçilikten dolayı çok ciddi bir fiyat üstünlüğü sağlamaktadır. Fiyat avantajı sağlayan bu ürünlerin piyasada tanıtılması amaçlanmaktadır.

Diğer tamamlanmış olan "Weining" ve "Sarma Hattı" yatırımı ile de sac ürünlerin üzerini kaplayan mobilya aksamları, ahşap kapı yüzeyleri Şirketin kendi bünyesinde üretilmektedir. Üretilen bu ahşap kapı yüzeyleri kullanılarak Şirketin dışa bağımlılığı azaltılmış olup, sektördeki diğer firmalara satılması hedeflenmektedir.

İşte bu tamamlanmış yatırımlar neticesinde oluşan yarı mamullerin iç ve dış pazarlarda satışını gerçekleştirmek için tanıtım, reklam ve pazarlama giderlerine ihtiyaç duyulmaktadır. Bunu sağlamak için de net halka arz gelirinin % 15'i iş geliştirme amaçlı olarak kullanılacaktır.

Finansal Tablolar:

FORMET ÇELİK KAPI SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 31 ARALIK 2017, 31 ARALIK 2016, 31 ARALIK 2015 TARİHLİ FİNANSAL DURUM TABLOLARI (BİLANÇO) (Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

(TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	110.111.574	79.203.005	47.457.530
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.037.075	5.239.208	1.777.343
Ticari Alacaklar	64.940.937	47.681.201	37.696.669
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	38.059	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	64.902.878	47.681.201	37.696.669
Diğer Alacaklar	13.936.152	9.182.325	39.396
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	13.588.687	8.987.961	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	347.465	194.364	39.396
Stoklar	9.669.587	7.061.466	2.342.815
Peşin Ödenmiş Giderler	16.527.823	10.038.805	5.601.307
Duran Varlıklar	14.851.792	13.458.689	13.705.826
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.400.000	-	-
Maddi Duran Varlıklar	6.926.927	6.890.334	8.222.566
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.069.471	2.154.558	1.625.743

Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.986.000	2.204.540	2.156.361
Peşin Ödenmiş Giderler	1.469.394	2.209.257	1.691.156
TOPLAM VARLIKLER	124.963.366	92.661.694	61.163.356

(TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	78.384.767	75.057.899	50.889.334
Kısa Vadeli Borçlanmalar	41.457.954	36.629.780	21.700.834
Ticari Borçlar	29.102.356	32.778.908	23.402.594
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	1.230.751	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	29.102.356	31.548.157	23.402.594
Diger Borçlar	431.651	508.477	189.943
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	431.651	508.477	189.943
Ertelenmiş Gelirler	4.091.406	4.058.815	3.638.503
Dönem Karı vergi Yükümlülüğü	1.261.208	309.503	1.067.835
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.040.192	772.416	889.625
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.	1.215.295	772.416	753.228
- Diger kısa vadeli karşılıklar	824.897	-	136.397
Uzun Vadeli Yükümlülükler	20.718.694	3.144.295	1.232.495
Uzun Vadeli Borçlanmalar	18.081.773	2.764.040	945.081
Ticari Borçlar	1.862.269	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	774.652	380.255	287.414
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.	774.652	380.255	287.414
ÖZKAYNAKLAR	25.859.905	14.459.500	9.041.527
Ödenmiş Sermaye	10.982.000	25.130.000	10.982.000
Aktüeryal (kayıp) / kazanç	-205.970	-129.283	-245.458
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	5.459.123	-15.843.015	-4.737.308
Net Dönem Karı/Zararı (-)	9.624.752	5.301.798	3.042.293
TOPLAM KAYNAKLAR	124.963.366	92.661.694	61.163.356

FORMET ÇELİK KAPI SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ 1 OCAK 2017-31 ARALIK 2017, 1 OCAK 2016-31 ARALIK 2016, 1 OCAK 2015-31 ARALIK 2015 DÖNEMLERİNE AİT KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOSU (Tüm tutarlar TL olarak gösterilmiştir.)

KAR veya ZARAR KISMI (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	01 Ocak - 31 Aralık 2017	01 Ocak - 31 Aralık 2016	01 Ocak - 31 Aralık 2015
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Hasılat	81.998.093	58.383.025	58.834.633
Satışların Maliyeti (-)	(55.375.546)	(39.642.606)	(40.880.908)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	26.622.547	18.740.419	17.953.725
Genel Yönetim Giderleri (-)	(8.597.888)	(5.537.763)	(6.457.804)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(1.917.530)	(1.136.852)	(3.294.085)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	(83.153)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	11.315.112	4.281.663	4.705.927
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(7.126.236)	(3.532.569)	(3.906.159)
FAALİYET KARI / ZARARI (-)	20.296.005	12.814.898	8.918.451
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ	20.296.005	12.814.898	8.918.451
FAALİYET Kar/Zarar			
Finansman Gelirleri			

Finansman Giderleri (-)	(8.543.809)	(6.155.966)	(4.672.605)
SÜRDÜRÜLEN FAAL. VERGİ ÖNCESİ Kar/Zararı	11.752.196	6.658.932	4.245.846
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri (-)	(2.127.444)	(1.357.134)	(1.203.553)
- Dönem Vergi Gelir / Gideri (-)	(2.889.731)	(1.434.357)	(1.517.978)
- Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri (-)	762.287	77.223	314.425
SÜRDÜRÜLEN FAAL. DÖNEM KÂRI/ZARARI	9.624.752	5.301.798	3.042.293

3. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bu değerlendirme raporu SPK' nin “III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan “Uluslararası Değerleme Standartları” na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre; Şirket değerlendirmelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gereklidir. Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)
- c) Maliyet Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverisizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımındır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir. Maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirmesinde uygulanamamaktadır.²

Buna göre Formet' in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında; Formet için yapılan değerlendirme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı” ile “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmış

² Uluslararası değerlendirme standartları <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

3.1.“PAZAR YAKLAŞIMI” YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

“Pazar Yaklaşımı” yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında

- 1) “Piyasa Değeri / Defter Değeri” (PD/DD)
- 2) “Firma Değeri / Satışlar” (FD/Satışlar)
- 3) “Fiyat / Kazanç” (F/K)
- 4) “Firma Değeri / FAVÖK” (FD/FAVÖK)

oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında PD/DD ve FD/Satışlar için 10' un, F/K ve FD/Favök için 40' in üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı üç kabul edilmiş ve ortalamalara dahil edilmemiştir.

Formet'in iki temel faaliyet konusu bulunmaktadır. Bunlar; çelik kapı ve ahşap iç mekan kapıları ile dayanıklı tüketim malları üretimi, pazarlaması ve satışıdır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda *(i)* BİST-Ana Pazar ve *(ii)* BİST-İnşaat Malzemeleri sektörlerinde yer alan halka açık ortaklıkların 25.04.2018 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanılmıştır.

Pazar yaklaşımı yönteminde; BİST - İnşaat Malzemeleri sektörü Şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BİST- Ana Pazar, Şirketin halka arz sonrasında “İşlem Göreceği Pazar” olması nedeniyle değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

i) BİST-Ana Pazar

Değerlemede baz alınan BİST - Ana Pazar şirketlerinin 25.04.2018 tarihi itibarıyle ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. Formet' in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri hariç tutulmuş ve 137 adet Ana Pazar şirketi baz alınarak hesaplanmıştır. Bu pazardaki şirketlere <https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar> adresinden ulaşılabilir.

Sirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
Ortalama	1,80	12,07	16,27	1,74

Kaynak: Finnet

* PD/DD ve FD/Satışlar için 10' un, F/K ve FD/Favök için 40' in üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı üç kabul edilmiş ve ortalamalara dahil edilmemiştir.

ii) BİST-İnşaat Malzemeleri Sektorü

Değerlemede baz alınan seçilmiş BİST - İnşaat Malzemeleri Sektorü Şirketlerinin 25.04.2018 tarihi itibarıyle rasyoları aşağıdaki gibidir. Bu şirketlerin seçilmesinde, ana faaliyet alanı açısından Formet ile benzerlikleri göz önünde bulundurulmuştur.

Sirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç	Fd/Satışlar
AYES	0,79	6,43	6,21	0,18
BRKSN	1,28	7,82	16,36	0,67
DOGUB	4,13	49,52		43,45

EGPRO	2,26	7,23	12,42	1,11
INTEM	42,44	(10,92)		0,20
IZOCM	3,41	11,78	33,86	1,39
ORTALAMA*	2,37	8,32	17,21	0,71

Kaynak: Finnet

* PD/DD ve FD/Satışlar için 10' un, F/K ve FD/Favök için 40' in üzeri ve negatif somuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamalara dahil edilmemiştir.

iv) SONUÇ

Oran analizinde baz alınan rasyolar aşağıdaki tabloda toplu olarak gösterilmiştir.

25/04/2018 İtibariyle Değerleme Oranları				
Pazar ve Sektör Verileri	Pd/Dd	Fd/Favök	F/K	Fd/Satışlar
Bist Ana Pazar	1,80	12,07	16,27	1,74
İnşaat Malzemeleri Sektörü	2,37	8,32	17,21	0,71
Ortalama*	2,09	10,19	16,74	1,23

Kaynak: Finnet

*Ortalama hesaplanurken, Sektör ve Pazarlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şirket Verileri (TL)					
Tarih	Net Kar*	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2017	5.080.411	25.859.905	81.998.093	18.545.176	-54.502.652

* 31.12.2017 itibarıyle Şirketin net dönem karı 9.624.752 TL' dir. Ancak değerlendirme medede muhafazakarlık adıma bu rakamdan arzı gelirler çıkarılmış ve değerlendirme çalışmasında bu rakam kullanılmıştır.

Formet' in BİST - Ana Pazar ve BİST - İnşaat Malzemeleri Sektörü' nün iş bu rapor tarihinden 1 iş günü önceki 25.04.2018 tarihli rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)			
	Pd/Dd	Fd/Favök*	F/K	Fd/Satışlar*
Bist Ana Pazar	46.575.050	169.271.603	82.649.597	88.500.689
İnşaat Malzemeleri Sektörü	61.391.414	99.716.920	87.446.574	3.715.994
Ortalama Şirket Değeri** (%50-50 Ağırlık)	53.983.232	134.494.261	85.048.085	X
Nihai Şirket Değeri			91.175.193	
Birim Pay Değeri			8,30	

*Firma değeri hesaplanurken Piyasa değerinden Şirketin net borçluluk durumu düşülderek hesaplamaya dahil edilmiştir.

** Ortalama hesaplanurken sektör ve pazarlar eşit ağırlıklandırılmıştır. Fd/Satışlar çarpımı ile ulaşılan değerler arasında yaklaşık 20 kat fark olması nedeniyle bu çarpanın verdiği sonuçlar değerlendirme açısından aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir.

Oran Analizi yöntemiyle, Formet için tüm rasyolarının verdiği değerlendirmelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 91.175.193 TL' lik piyasa değerine ve 8,30 TL birim pay değerine ulaşmıştır.

METRO YATIRIM İNKÜL DEĞERLERİ AŞ.
Merkez Büyükköre Cad. Metro City AVM No:171 D:17-2450 Levent - 34367
Boğaziçi Kuruçeşme V.D. 0544 000 00 00
Tic. Sıf. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr



3.2. "GELİR YAKLASIMI" YONTEMİ İLE PIYASA DEĞERİ TESPİTİ

Gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerlerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi'ne göre firma değeri veya Şirket paylarının değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ile 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yönteme göre; Şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda Şirketin gerçek değerine ulaşmaktadır. Esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve nakit akım tablosunda yer verilen yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları da düşürülp, amortisman eklenerek suretiyle ilgili yıla ait serbest nakit akımı hesaplanmaktadır. İlgili projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları da ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülverek Şirket değeri tespit edilir.

Şirket'in “İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi”ne göre yapılan değerlemesinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyülükler TL cinsindendir.
- 2) “İndirgenmiş Nakit Akımı” analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 3) 2018-2022 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplamaları aşağıda gösterilmiştir.

Risksiz Faiz Oranı (R_f): Risksiz faiz oranı olarak gerek vade ve işlem hacmi açısından değerlendirilebilecek çeşitli alternatifler bulunmaktadır. Öte yandan değerlemede öngörülen projeksiyon dönemi 5 yıllıktir ve TRT170822T15 kodlu 17.08.2022 itfa tarihli hazine kağıdının faiz oranının 25.04.2018 tarihli kapanışı % 12,98 dir. Piyasada şu an aktif tahvil olarak kabul edilen TRT131119T19 kodlu 13.11.2019 itfa tarihli hazine kağıdının ise son 1 yıllık ortalaması % 12,57 seviyesindedir.

Projeksiyon dönemiyle de uyumlu olması itibariyle Risksiz faiz oranı olarak hesaplamalarda TRT170822T15 kodlu 17.08.2022 itfa tarihli hazine kağıdının 25.04.2018 tarihli kapanışı olan % 12,98 oranının kullanılması uygun görülmüştür.

Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi (R_m) : Piyasanın Getiri Beklentisini göstermektedir. BIST-100 endeksi, BİST' in genel trendini göstermesi açısından en köklü ve yakından izlenen endekslerin başında gelmektedir. BİST- 100 endeksinin 2007-2017 yılları arasında son 10 yıl, 9 yıl, 8 yıl, 7 yıl, 6 yıl ve 5 yıl şeklinde hesaplanan yıllık bileşik getiri oranı % 17,58 ile % 17,57 aralığındadır.

Piyasa Risk Primi (R_p) : Piyasa ortalama getiri beklenisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Formülasyonu $R_M - R_F$ olarak ifade edilir. Buna göre son 10 yılın maksimum bileyik getirisinin gerçekleşmesi temel alınsa bile;

$$R_p = R_M - R_F = 17,57 - 12,98 = 4,59 \text{ rakamına ulaşmaktadır.}$$

Öte yandan New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran tarafından hazırlanan çalışmaya göre Kredi Notu Aaa olan ülkeler için ülke risk primi % 5,69 seviyesindedir. Türkiye' nin kredi notu bu seviyede olmasa da, yukarıda bahsedilen Risksiz Faiz Oranı (R_F), ülke riskini de içermekte ve AOSM hesabını hali hazırda etkilemektedir. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Uygulamada ise; BIST' te son 3 yılda gerçekleşen halka arzlarda risk primi % 5 - 6,5 bandı aralığında kullanılmaktadır. BIST' deki genel eğilim ve Aswath Damodaran' in çalışmaları göz önünde bulundurulduğunda piyasa risk primi olarak % 6 oranının kullanılması uygun görülmüştür.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirişi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilgilidir.

Eğer Beta=0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.

Eğer Beta>1 ise; beklenen getiri daha çok riskli

Eğer Beta<1 ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Borsa İstanbul' da yapılan ilk halka arzlarda halka arz edilen Şirket için Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Formet için de Beta katsayısı "1" olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir.

Terminal Büyüme: Şirket'in 2022 yılından sonrasında ilişkin terminal (nihai) büyümeye oranı %3 olarak alınmıştır.

Borçlanma Faizi: Şirket'in 31.12.2017 dönemlerine ait borçlanma tutarları ve Şirket'in kredi kullanım oranlarına göre hesaplanan ağırlıklı kredi faizi oranı %16,45' dir ve Şirket'in borçlanma faiz oranı olarak kullanılmıştır.

Sermaye Maliyeti (R_E): Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmaktadır;

$$R_E = R_F + B * R_p \text{ yani } R_E = 12,98 + 1 * 6,00 = 18,98 \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

Vergi: Bazı Vergi Kanunları ile Kanun ve KHK'lerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısına göre; tüm kurumlar vergisi mükelleflerine uygulanmak üzere, 2018, 2019 ve 2020 yılı vergilendirme dönemlerine ait kurum kazançları için kurumlar vergisi oranı % 22'ye çıkartılmıştır. Bu nedenle Şirket için baz alınan beş yıllık projeksiyon döneminde ilgili yılların vergi oranı dikkate alınmıştır. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) oranının hesaplanması ise muhafazakar bir yaklaşımla tüm dönemler için vergi oranı % 20 olarak kullanılmıştır. Hesaplama sonucu aşağıdaki tabloda görülmektedir.

METRO YATIRIM HENKUL DEĞERLER A.Ş.
Metropark Cad. Metro City A Blok
No: 171, K: 17 34330 Levent - İSTANBUL
Bodrumlu Kurumlar V.D 854 001 32
Tic. Sc No 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

İskonto Oranları	
Risksiz Faiz Oranı	12,98 %
Piyasa Risk Primi	6,00 %
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	18,98 %
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	13,16 %
Borçluluk Oranı*	47,65 %
AOSM**	16,21 %

*Borçluluk oranı, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının, toplam aktiflere bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Şirketin mevcut değerinin bulunması nedeniyle mevcut aktif tutarlar kullanılmıştır. 31.12.2017 bilançosuna göre aşağıdaki tablo oluşturulabilir. Şirket her ne kadar halka arzdan sağlayacağı kaynağın bir kısmını borçların kapatılmasına kullanacak olsa da, Şirketin projeksiyon dönemi ve sonrasında da aynı şekilde bir miktar borçlu yapısını koruyacağı öngörüsüyle aynı oranın kullanılması uygun görülmüştür.

**AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti): İskonto oranı olarak da adlandırılan bu veriye aşağıdaki şekilde ulaşılabilir;

	(TL)
Kısa vadeli borçlanmalar	41.457.954
Uzun vadeli finansal borçlanmalar	18.081.773
Toplam Aktifler	124.963.366
Borçluluk Oranı	% 47,65

AOSM = Sermaye Maliyeti * (1-borçluluk oranı) + Vergi Sonrası borçlanma maliyeti * (borçluluk oranı)

$$AOSM = 18,98 * (1 - 0,47,65) + 13,16 * 0,4765 = 16,21$$

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (INA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %16,21 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in mevcut faaliyetlerine dayanan satış gelirleri projeksiyonlarında, toplam satışların Makro Ekonomik ve sektörel beklentileri yansıtacak şekilde artacağı tahmin edilmiştir. Öte yandan halka arzdan sağlanacak gelir ve bu gelirin sağlayacağı fayda ihtiyatlık açısından değerlendirmeye dahil edilmemiştir. Yöntemin doğası gereği, finansal gelir-gider kalemleri dikkate alınmamış, değerlendirme Favök karı üzerinden yapılmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlenmesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (*Serbest Nakit Akımları*İskonto Oranı*) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2018-2022 yılları arasında beş yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest nakit akımlarının toplamından finansal borçlar düşüldüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır.

31.12.2017 itibariyle Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki gibidir,

	(TL)
Kısa vadeli borçlanmalar	41.457.954
Uzun vadeli finansal borçlanmalar	18.081.773
Nakit Benzerleri	5.037.075
Net Finansal Borç	54.502.652

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında geçmiş yıllarda ortalama devir hızları göz önünde bulundurularak devir hızları gün olarak aşağıdaki şekilde belirlenmiş olup, işletme sermayesi ihtiyacı da bu doğrultuda hesaplanmıştır.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Alacak Tahsil Süresi (Gün)	289	294	265	261	250	247
Stok Süresi (Gün)	64	64	64	64	64	64
Borç Ödeme Süresi (Gün)	192	222	207	215	211	213
Net İşletme Sermayesi (TL)	31.726.807	32.650.400	33.767.714	35.094.753	36.891.781	38.887.211
Net İşletme Sermayesi Değişimi (TL)		923.593	1.117.314	1.327.038	1.797.029	1.995.430

Şirket, mevcut durumda önemli yatırımlarını tamamlamış olup, makine parkına yeni bir yatırım planlamamaktadır. Mevcut makine parkının sürekliliğini sağlamak amacıyla önceki yılın amortismanı oranında bir yatırım gideri planlamaktadır. Bu çerçevede değerlemede kullanılan yıllar itibarıyle yatırım harcamalarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

	2018	2019	2020	2021	2022
Yatırım Harcamaları (TL)	2.438.047	2.527.442	2.624.991	2.731.171	2.846.495
Toplam:	2.438.047	2.527.442	2.624.991	2.731.171	2.846.495

Serbest nakit akımları hesaplanırken öncelikle 2018-2022 yılları için faiz ve vergi öncesi kâr tahminleri yapılmıştır. Bu kâr rakamından vergiler düşüldükten sonra Şirket'in yatırım yapmak için elinde kalan nakit kaynak rakamı bulunmuştur. Bu rakamdan net yatırım harcamalarının ve işletme sermayesi gereksiniminin düşülmesiyle serbest nakit akımlarına ulaşılmıştır.

Satışlardaki Büyüme: Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere; 2017 yılında 2016 yılına göre net satış hasılatı % 40 artarak 82 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Hasılat artışı, hem halen faaliyet gösterilen sektörlerde hem de Şirket' in yeni girdiği dayanıklı tüketim ürünlerini sektöründeki satış hacmindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Satışlardaki artış trendinin önumüzdeki yıllarda da devam etmesi öngörlülmektedir. Gerek mevcut gerçekleştirmeler gerekse Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 2018-2019 yıllarında % 20, 2020-2021 yıllarında % 15 ve 2022 yılında yıllık % 10 oranında ciro artışı gerçekleştirileceği tahmini değerlemede kullanılmıştır.

Maliyetler: Maliyetlerin Satışlara oranı 2016 yılında % 67,90, 2017 yılında % 67,53 seviyesindedir. Projeksiyon döneminde maliyetlerin önceki iki yılın ortalaması şeklinde gerçekleşeceği kabul edilmiştir.

Faaliyet Giderleri: Faaliyet giderlerinin Satışlara oranı 2016 yılında % 11,40, 2017 yılında % 12,80 seviyesindedir. Projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin önceki iki yılın ortalaması şeklinde gerçekleşeceği kabul edilmiştir.

METRO YATIRIM İMENKUL DİĞERLER A.Ş.
Marmara Gaydudere Cad. Metro City A Blok
No: 171 K:17 34330 Levent - İSTANBUL
Boğaziçi Kurumlar M.D. 054 000 00 00
Tic. Sic. No 358936 www.metroyatirim.com.tr
info@metroyatirim.com.tr

İndirgenmiş Nakit Akımı:

	2018 T	2019 T	2020 T	2021 T	2022 T
Formet - Değerleme (TL)					
Net Satışlar	98.397.712	118.077.254	135.788.842	156.157.168	171.772.885
Satışlardaki Büyüme (%)	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	10,0%
Satışların Maliyeti	-66.631.799	-79.849.473	-91.889.388	-105.636.862	-116.220.312
Maliyelerin Satışlara Oran (%)	-67,72%	-67,62%	-67,67%	-67,65%	-67,66%
Brüt Kar	31.765.913	38.227.781	43.899.454	50.520.306	55.552.573
<i>Briit Kar Marji (%)</i>	<i>32,3%</i>	<i>32,4%</i>	<i>32,3%</i>	<i>32,4%</i>	<i>32,3%</i>
Faaliyet Giderlerini Satışlara Oranı	-11.933.889	-14.731.435	-16.704.959	-19.346.512	-21.206.468
Faaliyet Giderlerini Satışlara Oranı (%)	-12,1%	-12,5%	-12,3%	-12,4%	-12,3%
Esas Faaliyet Karı (E)	19.832.023	23.496.347	27.194.495	31.173.794	34.346.105
Vergi (V)	4.363.045	5.169.196	5.982.789	6.234.759	6.869.221
Yatırım Harcamaları (Y)	2.438.047	2.527.442	2.624.991	2.731.171	2.846.495
Δ Çalışma Sermayesi (Ç)	923.593	1.117.314	1.327.038	1.797.029	1.995.430
Amortisman (A)	2.527.442	2.624.991	2.731.171	2.846.495	2.971.510
Serbest Nakit Akışı (E+V+Y+Ç+A)	14.634.780	17.307.386	19.990.849	23.257.331	25.606.469
<i>İndirgeme Oranı (AOISM) (%)</i>	<i>16,21%</i>	<i>16,21%</i>	<i>16,21%</i>	<i>16,21%</i>	<i>16,21%</i>
<i>İndirgenme Katsayısı</i>	<i>0,86</i>	<i>0,74</i>	<i>0,64</i>	<i>0,55</i>	<i>0,47</i>
İndirgenmiş Nakit Akımları	12.593.715	12.816.421	12.738.966	12.753.531	12.083.366
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	62.985.998				
2018-2022 dönemi toplam (1)					

Terminal Büyüme Oranı	3,0%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	25.606.469*(1+%3)(%6,21-%63)=
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri (2)	199.701.885/(1+%16,21) ⁵ = 94.236.769
Firma Değeri (1)+(2)	157.222.767
Net Borç (-)	54.502.652
Tahmini Gerçek Uygun Değer	102.720.115
Tahmini Birim Pay Değeri	9,35


 METRO İSTANBUL DEĞERLEME AŞ.
 Nostro İstiklal Mah. 17. No: 171 / 17 34330 Levent / IST
 Tel: 0212 515 10 00
 E-mail: info@metroyatirim.com.tr
 Tel: Sic No: 368936 www.metroyatirim.com.tr
 info@metroyatirim.com.tr

4.SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	91.175.193	8,30
2) İNA Yöntemi	102.720.115	9,35
Ortalama Şirket değeri, (Piyasa Çarpanları ve İNA %50-50 Ağırlık) =	96.947.654	8,83
İskonto % 17 =	16.481.101	1,50
İskontolu Şirket Değeri =	80.466.553	7,33

Formel için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde 2 yöntem eşit olarak ağırlıklandırılmış ve ortalama Şirket değeri **96.947.654 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 10.982.000 TL'ye göre birim pay değeri **8,83 TL**'ye denk gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine % 17 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, **7,33 TL** olarak belirlenmiştir.


METRO YAZILIM İNŞAATLARI A.Ş.
Metro Yazılım İ.Ş. Metro City A.Ş.
Mehmet Gözde Genel Genel Müdür
No: 175 K: 177-2 A:30 Levент - İSTANBUL
Fazlaçılık Kurumları V.D. 864-00-00-00
Tic. Sic. Ad: 388936 www.metroysatim.com.tr
info@metroysatim.com.tr

FORMET HALKA ARZ ÖZETİ

Çıkarılmış Sermaye	10.982.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	7.518.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	17.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	42,96 %
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz İskontosu	17 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu) (TL)	7,33
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz) (TL)	8,83
Şirket Değeri (İskontolu) (TL)	80.466.553
Şirket Değeri (İskontosuz) (TL)	96.947.654

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemleri uygulanması veya farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda Şirket için buradaki değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.



METRO YATIRIM MENKUL DEGERLER A.S.
 Merkez Ofisi: Marmara Cad. Metro City A Blok
 No: 10/A K: 17 34330 Levent, İSTANBUL
 İletişim: 0212 520 00 00
 Boğaziçi Kurumlar V.D. 854 005 00 00
 Tix. Sic. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
 info@metroyatirim.com.tr