



**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.
Merkez: Büyükdere Cad. Metro City A Blok
No:17 K:17 34330 Levent - Beşiktaş / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.854.000
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", "İhraççı") 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 itibarıyla sağlanan bilgi, veri ve projeksiyonlar çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemlerini kullanarak belirlemektir. Değerleme çalışması; Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın "III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" i dikkate alınarak hazırlanmıştır.

SPK'ın "Seri: VIII No: 35 Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ" hükümleri saklı kalmak üzere, SPK'nın 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı çerçevesinde değerlendirme hizmeti verilmesi için gereken 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 satışlarıdır. Şirketin ana faaliyet konusu çelik kapı imalatıdır. Şirkette üretim halen tek vardiya sisteminde çalışmakta olup, ihtiyaç halinde 2. ya da 3. vardiyaya 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 çalışmakta olup, istenildiğinde 2 ya da 3 vardiyaya çıkacak altyapıya sahiptir.

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

Bu değerlendirme raporu, SPK'nın "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 değerlemelerinde 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 gerekir. Bu yöntemler;

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

olarak sıralanabilir.

Formet’ in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak yapılan değerleme 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 değerleme 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 değer in makul ve adil olduğu görülmektedir.

2) DEĞERLEME ÇALIŞMASI

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

Değerleme çalışması; SPK’ nın “III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında 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 beklentiler değerlendirilerek bu süreçte Türkiye ekonomisinin ve küresel ekonominin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır.

Formet için değerleme ve fiyat tespit çalışması; 2015, 2016 ve 2017 yılsonu dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tablolarına 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.) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,

ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, 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 değerlemesi, 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, değerlemeye 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 değerlemeleri 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 satışlarıdır. Şirketin ana faaliyet konusu çelik kapı imalatıdır. Üretim gruplarına göre ekonomik kapılar, standart kapılar, lüks kapılar, çift kanatlı kapılar, yangın kapıları ve iç oda kapıları şeklinde üretim sınıflandırması yapılmıştır. Gruplandırmalar üretim maliyetlerine göre yapılmıştır. Şirkette üretim halen tek vardiya sisteminde çalışmakta olup, ihtiyaç halinde 2. ya da 3. vardiyaya 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 ayrılabilir. 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 çalışmakta olup, istenildiğinde 2 ya da 3 vardiyaya 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,
- Yangın kapıları,
- Endüstriyel metal kapılar

FORMET tarafından üretilen dayanıklı tüketim mamülleri şunlardır:

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

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

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

Şirkette üretim süreçleri TSE standartlarına uygunluk dışında, ISO-9001, ISO14001, 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 aktifleri 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 artırımını 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 artırımını 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 ortaklığı ve iştiraki bulunmamaktadır. 31 Aralık 2017 tarihi itibariyle dönem içinde çalışan personelin ortalama sayısı 195’dir.

Ortaklık satışlarının büyük kısmını yurtiçinde ve tüm Türkiye’ de gerçekleştirmektedir. 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 artırım ve ortak satışı yoluyla gerçekleştirilecektir. Yönetim Kurulu’nun 18.02.2018 tarihinde aldığı 2018/2 sayılı karar ile sermaye artırım 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 vasıtasıyla karlılığın daha fazla artırılması planlanmaktadır.

2. İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi: Hammadde tedarik sürecinde fiyat avantajı sağlamak amacıyla, tedarikçiler ile nakit bağlantılar yapabilmek ve ihracat hacmini artırabilmek 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 makineleri)'nde 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 aksamaları, 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

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’ ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç 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 satışlarıdır. 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 değerleme çalışmasına dahil edilmiştir.

i) BİST-Ana Pazar

Değerlemede baz alınan BİST - Ana Pazar şirketlerinin 25.04.2018 tarihi itibarıyla 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.

Şirketler	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’ ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamalara dahil edilmemiştir.

ii) BİST-İnşaat Malzemeleri Sektörü

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

Şirketler	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		13,45

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

Kaynak: FİNNET

* PD/DD ve FD/Satışlar için 10' un, F/K ve FD/Favök için 40' ın üzeri ve negatif sonuç 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: FİNNET

*Ortalama hesaplanırken, 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 itibariyle Şirketin net dönem karı 9.624.752 TL' dir. Ancak değerlemede muhafazakarlık adına bu rakamdan arzi gelirler çıkarılmış ve değerleme çalışmasında bu rakam kullanılmıştır.

Formet' in BİST - Ana Pazar ve BİST - İnşaat Malzemeleri Sektörü' nün iş bu rapor tarihinden 1 işgünü 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	×
Nihai Şirket Değeri	91.175.193			
Birim Pay Değeri	8,30			

*Firma değeri hesaplanırken Piyasa değerinden Şirketin net borçluluk durumu düşülerek hesaplamaya dahil edilmiştir.

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

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

3.2. "GELİR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA 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 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Bu yöntemle göre; Şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda Şirketin gerçek değerine ulaşılmaktadır. Esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve nakit akım tablosunda yer verilen yatırım faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları da düşürülüp, amortisman eklenmek 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 düşülerek 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 büyüklükler 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 hesaplanmaları 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 yıllıktır 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 % 7,58 ile % 17,57 aralığındadır.

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

$R_P = R_M - R_F = 17,57 - 12,98 = 4,59$ rakamına ulaşılmaktadır.

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' ın 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 getirisi, 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 sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme 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 hesaplanmakta olup;

$R_E = R_F + B * R_P$ yani $R_E = 12,98 + 1 * 6,00 = 18,98$ 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 hesaplanmasında ise muhafazakar bir yaklaşımla tüm dönemler için vergi oranı % 20 olarak kullanılmıştır. Hesaplama sonucu aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında geçmiş yıllardaki 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 itibarıyla 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 ürünleri sektöründeki satış hacmindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Satışlardaki artış trendinin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi öngörülmektedir. 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 gerçekleştireceği 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.

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

Formet için yapılan değerleme 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 YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Merkez Ofis: Metro Caddesi, Metro City A Blok
 No:17 Kat:17 34330 Levent - İSTANBUL
 E-posta: bilgi@metroyatirim.com.tr
 Tic. Sic. No: 358935 www.metroyatirim.com.tr
 info@metroyatirim.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 DEĞERLER A.Ş.
 Merkez: Büyükdere Cad. Metro City A Blok
 No: 17 K: 17 34330 Levent - Beşiktaş / İstanbul
 Boğaziçi Kurumlar V.D. 854 006 5171
 Tic. Sic. No: 358936 www.metroyatirim.com.tr
 info@metroyatirim.com.tr