



Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

09 Mayıs 2018

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum.....	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
5	Görüş	13

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“İş Yatırım”) Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Metro Yatırım”) aracı kurumu olduğu Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“Formet”, “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arz Öncesi Sermaye	10.982.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	17.500.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	7.518.000 TL
<i>Sermaye Artırımı (Nominal)</i>	6.518.000 TL
<i>Ortak Satışı (Nominal)</i>	1.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	% 42,96
Tahsisat	Yoktur.
Aracı Kurum	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat Aralığı	7,33 TL
Taahhütler	- Şirket 1 yıl boyunca, bedelli sermaye artırımı yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını, payları satmayacağını ve devretmeyeceğini taahhüt etmiştir. - Satan ortaklar sahibi oldukları payları 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmama taahhüdünde bulunmuştur.
Temettü Planı	Şirket, 2018 ve sonraki mali yıllarda ilgili mevzuat çerçevesinde hesaplanan dağıtılabilir net dönem karının en az %25'ini pay sahiplerine nakit olarak dağıtılmasının öngörüldüğünü, bu konu ile ilgili olarak Yönetim Kurulu Kararı alınacağını ve Genel Kurul onayına sunulacağını beyan etmiştir.
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	Halka arzdan elde edilecek gelirin; %60'ı kısa vadeli borçların kapatılması %25'i işletme sermayesinin güçlendirilmesi %15'i iş geliştirme faaliyetleri için kullanılması planlanmaktadır.
Talep Toplama Tarihleri	14-15 Mayıs 2018

Kaynak: Metro Yatırım ve İzahname

Tablo 2: Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı	Arz Öncesi Yapı		Arz Edilen Paylar		Arz Sonrası Yapı	
	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı	Nominal Değer (TL)	Sermaye Payı
Mustafa Sezen	10.982.000	100,00%	1.000.000	9,11%	9.982.000	57,04%
Halka Açık			7.518.000	68,46%	7.518.000	42,96%
Toplam	10.982.000	100,00%	8.518.000	77,56%	17.500.000	100,00%

Kaynak: Metro Yatırım ve İzahname

Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 10.982.000 TL olup, beher payının nominal değeri 1,00 TL'dir. Tamamı sermaye artışı ile %42,96 pay halka arz edilecektir.

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Formet, 17 Ocak 2005'te kurulmuştur ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket, 4 Ağustos 2014'te Mustafa Sezen-Formet Çelik Kapı ünvanlı şahıs işletmesini tüm aktifi ile birlikte devralmıştır. Bu işlem sonucunda şirketin sermayesi 100.000 TL'den aynı olarak 10.982.000 TL'ye artmıştır.

28 Aralık 2016'da Limited Şirket'ten Anonim Şirket'e dönüşüm sürecinde özkaynak hesaplarını toplulaştırmak suretiyle sermaye artırımına gidilmiştir. Bu işlem sonucunda sermaye 10.982.000 TL'den 25.130.000 TL'ye yükselmiştir. 29 Mayıs 2017'deki Genel Kurul kararıyla eş zamanlı 14.148.000 TL sermaye azaltım ve artırım eş zamanlı olarak yapılmıştır. 15 Haziran 2017'deki diğer Genel Kurul kararıyla yeniden sermaye azaltımına gidilmiştir ve 14.148.000 TL sermaye geçmiş yıl zararlarından düzeltme suretiyle azaltılmıştır.

Şirketin merkez adresi Kayseri'de bulunmaktadır. Şirketin 31 Aralık 2017, 2016 ve 2015 tarihleri itibarıyla bağlı ortaklığı ve iştiraki yoktur. 31 Aralık 2017 itibarıyla dönem içi ortalama personel sayısı 195'tir.

Ortaklık satışlarının büyük kısmı yurtiçindedir ve tüm Türkiye'de yapılmaktadır. Yoğun olan bölgeler Marmara, İç Anadolu ve Ege olmakla birlikte satışların en yoğun olduğu bölge Marmara'dır. Yurtdışı pazarındaysa ağırlığı Afrika ve Orta Doğu oluşturmaktadır. 2014 yılında çelik kapı sektöründe Türkiye ihracat şampiyonu olmuştur.

Şirket, iki temel faaliyette bulunur. Bu faaliyetler, çelik kapı ve ahşap iç mekan kapıları üretimi ile dayanıklı tüketim malları üretimini içerir. Aynı zamanda üretimin yanı sıra bu malların pazarlama ve satışı da faaliyetleri içerisinde yer alır. Bunların içinde çelik kapı imalatı ana faaliyeti olarak öne çıkmaktadır. Üretim gruplarına göre sınıflandırılma yapıldığında ortaya ekonomik kapılar, standart kapılar, lüks kapılar, çift kanatlı kapılar, yangın kapıları ve iç oda kapıları şeklinde bir gruplandırma oluşur. Şirket tek vardiya sistemiyle çalışmaktadır, ihtiyaç durumunda ise bu üretimi iki hatta 3 vardiyaya çıkaracak kapasiteye sahiptir. Mevcut durumda üretim 10.000-12.000 adet dolaylarındadır. Hesaplanan kapasite kullanım oranı %50-60 civarındadır.

Dayanıklı tüketim mamulleri üretimi 3 ana gruba ayrılır: ısıtıcı grubu; doğalgaz sobası, radyan soba, elektrikli quartz ısıtıcılar, pişirici grubu; ocak, hotplate (elektrikli ocak), tam boy fırın, mini fırın vb. ürünleri kapsar. Üçüncü grup ise diğer dayanıklı tüketim mallarıdır ve bu grup ağırlıklı olarak ihracata yönelik üretilen malları kapsar. Bu mamullerin üretimi diğer tesiste yapılır ve bu tesis de bir önceki gibi tek vardiya sistemiyle çalışmakta olup, istenildiğinde 2 veya 3 vardiya yapabilecek kapasiteye sahiptir. Kapasitesinin %25-30 civarında bir kısmı kullanılmaktadır. Şirketin uzun vadeli projeksiyonlarında, dayanıklı tüketim malları grubunun ciro içerisindeki payının yıllar içerisinde artması beklenmektedir.

Şirket tarafından üretilen kapı çeşitleri:

- Daire giriş kapıları
- İç oda kapıları

- Apartman giriş kapıları
- Yangın kapıları
- Endüstriyel metal kapılar

Şirket tarafından üretilen dayanıklı tüketim mamulleri çeşitleri:

- Pişiriciler:
 - o Tam boy fırınlar
 - o Set üstü ocaklar
 - o Ankastre ocaklar
 - o Elektrikli ocaklar
- Isıtıcılar:
 - o Elektrikli ısıtıcılar
 - o Doğal gaz ısıtıcıları
- Diğer dayanıklı tüketim malları
 - o Hava perdeleri
 - o Metal ayakkabılık
 - o Metal geri dönüşüm dolapları

Şirket, genel olarak Ar-Ge bölümünde geliştirilen özgün tasarımları üretmektedir. 200'ün üzerinde patent, faydalı model ve tasarım tescil belgesi bulunmaktadır. Ayrıca özel tasarım ürünler de üretilebilmektedir.

Üretim süreçleri TSE standartlarına uygunluk dışında, ISO-9001, ISO14001, OHSAS kalite güvence sistemleriyle yönetilmektedir. Ulusal kalite belgeleri dışında, uluslararası kalite belgeleri de bulundurulmaktadır.

3 Finansal Durum

Tablo 3: Formet Gelir Tablosu

Gelir Tablosu ('000 TL)	2015	2016	2017
Hasılat	58.835	58.383	81.998
Satışların Maliyeti (-)	-40.881	-39.643	-55.376
Brüt Kar	17.954	18.740	26.623
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.458	-5.538	-8.598
Pazarlama, Satış Ve Dağıtım Giderleri (-)	-3.294	-1.137	-1.918
Araştırma Ve Geliştirme Giderleri (-)	-83	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.706	4.282	11.315
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-3.906	-3.533	-7.126
Faaliyet Karı / Zararı (-)	8.918	12.815	20.296
Finansman Gid. Öncesi Faaliyet Kar/Zarar	8.918	12.815	20.296
Finansman Gelirleri			
Finansman Giderleri (-)	-4.673	-6.156	-8.544
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Kar/Zararı	4.246	6.659	11.752
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri (-)	-1.204	-1.357	-2.127
-Dönem Vergi Gelir/Gideri (-)	-1.518	-1.434	-2.890
-Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri (-)	314	77	762
Dönem Karı/Zararı	3.042	5.302	9.625

Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Şirket'in satış gelirleri 2017 yılında %40,4 YBBO ile büyüyerek 2017 yılında 81.998 bin TL'ye ulaşmıştır. Yıllar itibarıyla Şirket'in brüt kar marjı %30-%32,5 seviyelerindedir.

Şirket, Esas Faaliyetlerinden elde ettiği kar 3 yıl boyunca artış göstermiştir olup dönem kar/zararı da benzer bir artış göstermiştir.

Tablo 4: Formet Bilanço

Bilanço ('000 TL)	2015	2016	2017
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.777	5.239	5.037
Ticari Alacaklar	37.697	47.681	64.941
Diğer Alacaklar	39	9.182	13.936
Stoklar	2.343	7.061	9.670
Peşin Ödenmiş Giderler	5.601	10.039	16.528
Dönen Varlıklar	47.458	79.203	110.112
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	1.400
Maddi Duran Varlıklar	8.233	6.890	6.927
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.626	2.155	2.069
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2.156	2.205	2.986
Peşin Ödenmiş Giderler	1.691	2.209	1.469
Duran Varlıklar	13.706	13.459	14.852
TOPLAM VARLIKLAR	61.163	92.662	124.963
Kısa Vadeli Borçlanmalar	21.701	36.630	41.458
Ticari Borçlar	23.403	32.779	29.102
Diğer Borçlar	190	508	432
Ertelenmiş Gelirler	3.639	4.059	4.091
Dönem Karı vergi Yükümlülüğü	1.068	310	1.261
Kısa Vadeli Karşılıklar	890	772	2.040
Kısa Vadeli Yükümlülükler	50.889	75.058	78.385
Uzun Vadeli Borçlanmalar	945	2.764	18.082
Ticari Borçlar	-	-	1.862
Uzun Vadeli Karşılıklar	287	380	775
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.232	3.144	20.719
ÖZKAYNAKLAR	9.042	14.460	25.860
Ödenmiş Sermaye	10.982	25.130	10.982
Aktüeryal (kayıp) / kazanç	-245	-129	-206
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	-4.737	-15.843	5.459
Net Dönem Karı/Zararı (-)	3.042	5.302	9.625
TOPLAM KAYNAKLAR	61.163	92.662	124.963

Kaynak: Bağımsız Finansal Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2017 itibarıyla aktif büyüklüğü 124.963 bin TL'dir. Ticari alacaklar ve diğer alacaklar bilanço varlıklarının önemli kısmını, Kısa ve uzun vadeli borçlanmalar ve ticari borçlar bilanço yükümlülüklerinin önemli kısmını oluşturmaktadır.

Tablo 5: Net Finansal Borç Durumu

31.12.2017 Tarihi İtibarıyla	TL
Kısa Vadeli Borçlanmalar	41.457.954
Uzun Vadeli Borçlanmalar	18.081.773
Nakit Benzerleri	5.037.075
Net Finansal Borç	54.502.652

Kaynak: Metro Yatırım

Formet'in 31.12.2017 itibarıyla net finansal borcu 54,5 milyon TL'dir.

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metro Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi paylarının birim fiyat tespitinde;

- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları)
- Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları, “İNA”)
- Maliyet Yaklaşımı

yöntemleri değerlendirilmiştir. Buna göre, Formet’in faaliyet gösterdiği sektör dikkate alındığında, Metro Yatırım tarafından Formet’e ilişkin yapılan değerleme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı” ve “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmış olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı yönteminde;

- Halka arz sonrasında Şirket’in işlem göreceği pazar olması sebebiyle “BİST – Ana Pazar” şirketleri ve
- Ana faaliyet alanı olarak Formet ile aynı sektörde yer alan “BİST – İnşaat Malzemeleri Sektörü” kullanılmıştır.

“BİST – Ana Pazar” şirketleri tespit edilirken, Formet’in faaliyet alanı gereği mali sektör şirketleri hariç tutulmuş olup 137 adet Ana Pazar şirketi baz alınmıştır. İlgili bahsi geçen şirketlere <https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar> adresinden ulaşılabilir.

PD/DD, FD/Satışlar, F/K ve FD/FAVÖK çarpanları verileri kullanılarak analiz yapılmış ve bu yöntemlerin ağırlıklı ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir.

Değerleme çalışmasında PD/DD ve FD/Satışlar çarpanları için 10’un, F/K ve FD/FAVÖK çarpanları için 40’in üzeri ve negatif sonuç verenler aşırı uç kabul edilmiş olup ortalamaya dahil edilmemiştir.

Benzer Şirketlerin çarpan değerleri Metro Yatırım’a göre 25.04.2018 kapanışı itibarıyla “Finnet” platformundan elde edilmiştir.

Tablo 6: Metro Yatırım - Değerlemede Esas Alınan Benzer Şirketler ve Çarpanları

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Satışlar
BİST - Ana Pazar				
Ortalama (A)	1,8	12,07	16,27	1,74
BİST - İnşaat Malzemeleri Sektörü				
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)		0,2
IZOCM	3,41	11,78	33,86	1,39
Ortalama (B)	2,37	8,32	17,21	0,71
Genel Ortalama ((A+B)/2)	2,09	10,19	16,74	1,23

Kaynak: Metro Yatırım

Tablo 7: Piyasa Çarpanları İçin Kullanılan Şirket Verileri

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

*31.12.2017 tarihi itibarıyla Şirket'in net dönem karı 9.624.752 TL'dir. Ancak değerlemede bu rakamdan arzi gelirler çıkartılarak tespit edilen rakam kullanılmıştır.

Kaynak: Metro Yatırım

Tablo 8: Belirlenen Piyasa Değeri

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Ağırlık	Piyasa Değeri			
		PD/DD	FD/FAVÖK*	F/K	FD/Satışlar*
BİST - Ana Pazar	50%	46.575.050	169.271.603	82.649.597	88.500.689
BİST - İnşaat Malzemeleri Sektörü	50%	61.391.414	99.716.920	87.446.574	3.715.994
Ortalama Şirket Değeri**		53.983.232	134.494.261	85.048.085	n/a
Nihai Şirket Değeri		91.175.193			
Birim Pay Değeri		8,30			

*Firma Değeri hesaplanırken Piyasa değerinden Şirket'in net borçluluk durumu düşülerek hesaplamaya dahil edilmiştir

**Ortalama hesaplanırken pazarlara eşit ağırlık verilmiş olup FD/Satışlar çarpanı ile ulaşılan değerler arasında yaklaşık 20 kat fark olması nedeniyle bu çarpanın verdiği sonuçlar değerlendirme açısından aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir.

Kaynak: Metro Yatırım

Metro Yatırım tarafından yapılan Pazar Yaklaşımı yönteminin sonucuna göre nihai şirket değeri 91.175.193 TL bulunmaktadır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 10.982.000 TL'ye göre Pazar Yaklaşımı yöntemi sonucunda birim pay değeri 8,30 TL olarak tespit edilmektedir.

4.2 Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı yöntemlerinden biri olan İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine göre firma değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeridir.

Bu yöntemde, esas faaliyet karından, vergi, işletme sermayesi değişimi ve yatırım giderleri düşürülüp amortismanın eklenmesi suretiyle ilgili yıllara ait serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") ile bugüne indirgenip, bu değerden son olarak net finansal borç düşülerek Şirket Değeri tespit edilir.

Şirket'in İNA yönteminde kullandığı temel varsayımlar aşağıda sıralandığı gibidir:

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler Türk Lirası cinsindendir.
- "İndirgenmiş Nakit Akımları" analizi gelecek beş yıllık dönemi esas almaktadır.
- 2018-2022 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında kullanılan terimler ve hesaplamalar aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 9: Borçluluk Oranı

31.12.2017 Tarihi İtibar	TL
Kısa Vadeli Borçlanmalar	41.457.954
Uzun Vadeli Borçlanmalar	18.081.773
Toplam aktifler	124.963.366
Borçluluk Oranı	47,65%

Kaynak: Metro Yatırım

Tablo 10: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%
Risksiz Faiz Oranı (Rf)	12,98%
Piyasa Risk Primi (Rp)	6%
Beta	1
Özsermaye Maliyeti	18,98%
Borçlanma Faizi	16,45%
Vergi Oranı	20%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	13,16%
Borçluluk Oranı	47,65%
Sermaye Oranı	52,35%
AOSM	16,21%

Kaynak: Metro Yatırım

Re = Özsermaye Maliyeti

Rf = Risksiz Getiri Oranı (%12,98 – 17.08.2022 vadeli TL cinsinden hazine kağıdının getiri oranı)

Rm = Piyasadan Beklenen Getiri Oranı (Piyasanın Getiri Beklentisini göstermektedir.)

Risk Primi = (Rm-Rf) Piyasadan Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı (%6 alınmıştır.)

Beta = 1 (Beta Katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır. Şirket ilk kez halka arz edileceği için bu katsayı 1 alınmıştır.)

Re = Rf + (Beta*Risk Primi) = %12,98 + (1 * %6) = %18,98

Borçlanma Faizi = Şirket'in 31.12.2017 dönemine ait borçlanma tutarları ve Şirket'in kredi kullanım oranlarına göre hesaplanan ağırlıklı kredi faiz oranı %16,45'tir ve bu oran borçlanma faizi olarak kullanılmıştır.

Vergi = En son gerçekleşen vergi kanunu değişikliğine göre kurumlar vergisinin 2018, 2019, 2020 yıllarında %22 olması kararlaştırılmıştır. Şirket'in projeksiyon döneminde bu vergi oranı kullanılmış olmasına rağmen AOSM hesaplamasında daha muhafazakar bir tutum sergilemek maksadıyla %20 vergi oranı kullanılmıştır.

Vergi Sonrası Borçlanma Oranı = Borçlanma Faizi * (1 – Vergi) = %16,45 * (1-%20) = %13,16

Borçluluk Oranı = Şirket'in kısa ve uzun vadeli borçlarının toplam aktiflerine bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

AOSM = Sermaye Maliyeti * (1 – Borçlanma Oranı) + Vergi Sonrası Borçlanma Oranı * Borçluluk Oranı

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

İndirgenmiş Nakit Akımı hesabında kullanılacak AOSM oranı %16,21 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değere indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2018-2022 yılları arasında beş yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest akit akımlarının toplamından finansal borçlar düşülüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır.

31.12.2017 tarihi itibarıyla Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki gibidir.

Tablo 11: Net Finansal Borç

31.12.2017 Tarihi İtibarıyla	TL
Kısa Vadeli Borçlanmalar	41.457.954
Uzun Vadeli Borçlanmalar	18.081.773
Nakit Benzerleri	5.037.075
Net Finansal Borç	54.502.652

Kaynak: Metro Yatırım

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında geçmiş yıllardaki ortalama devir hızları göz önünde bulundurularak hesaplanan devir hızları aşağıda gösterilmiştir. Buna istinaden işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmıştır.

Tablo 12: Net İşletme Sermayesi Değişimi

	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 (bin TL)	31.727	32.650	33.768	35.095	36.892	38.887
Net İşletme Sermayesi Değişimi (bin TL)	924	1.117	1.327	1.797	1.995	

Kaynak: Metro Yatırım

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 planlanmaktadır.

Tablo 13: Yatırım Harcamaları

	2018	2019	2020	2021	2022
Yatırım Harcamaları (bin TL)	2.438	2.527	2.625	2.731	2.846
Toplam	2.438	2.527	2.625	2.731	2.846

Kaynak: Metro Yatırım

Yukarıda bahsedilen bilgiler ışığında hazırlanan İndirgenmiş Nakit Akımları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 14: İndirgenmiş Nakit Akımı

(bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	Devam Eden Değer
Net Satışlar	98.398	118.077	135.789	156.157	171.773	
Satışlardaki Büyüme (%)	20,0%	20,0%	15,0%	15,0%	10,0%	
Satışların Maliyeti	-66.632	-79.849	-91.889	-105.637	-116.220	
Maliyetlerin Satışlara Oranı (%)	67,7%	67,6%	67,7%	67,6%	67,7%	
Brüt Kar	31.766	38.228	43.899	50.520	55.553	
Brüt Kar Marjı (%)	32,3%	32,4%	32,3%	32,4%	32,3%	
Faaliyet Giderleri	-11.934	-14.731	-16.705	-19.347	-21.206	
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı (%)	12,1%	12,5%	12,3%	12,4%	12,3%	
Esas Faaliyet Karı	19.832	23.496	27.194	31.174	34.346	
Vergi	4.363	5.169	5.983	6.235	6.869	
(-) Yatırım Harcamaları	2.438	2.527	2.625	2.731	2.846	
(-) İşletme Sermayesindeki Değişim	924	1.117	1.327	1.797	1.995	
(+) Amortisman	2.527	2.625	2.731	2.846	2.972	
Serbest Nakit Akımları	14.635	17.307	19.991	23.257	25.606	199.702
İndirgeme Oranı (AOSM) (%)	16,21%	16,21%	16,21%	16,21%	16,21%	16,21%
İndirgenme Katsayısı	0,86	0,74	0,64	0,55	0,47	0,47
İndirgenmiş Nakit Akımları	12.594	12.816	12.739	12.754	12.083	94.237
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	157.223					
Net Borç	-54.503					
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	102.720					
Tahmini Birim Pay Değeri	9,35					

Kaynak: Metro Yatırım

Metro Yatırım tarafından yapılan Gelir Yaklaşımı yönteminin sonucuna göre nihai şirket değeri 102.720.114 TL bulunmaktadır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 10.982.000 TL'ye göre Gelir Yaklaşımı yöntemi sonucunda birim pay değeri 9,35 TL olarak tespit edilmektedir.

4.3 Sonuç

Halka arza aracılık eden kurum tarafından Formet için yapılan değerlendirme çalışmasında Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ve Pazar Yaklaşımı kapsamında Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. İlgili çalışmada her iki yöntemde %50'şer olmak üzere eşit ağırlık verilmiş olup şirket değeri 96.947.654 TL hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 10.982.000 TL'ye göre birim fiyat 8,83 TL'ye denk gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı tespit edilirken, bulunan birim pay değerine %17 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, halka arz fiyatı pay başına 7,33 TL olarak belirlenmiştir. Buna göre, halka arz öncesi ortalama piyasa değeri 80.466.553 TL olarak tespit edilmiştir.

Tablo 15: Değerleme Sonucu

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

Kaynak: Metro Yatırım

5 Görüş

İş Yatırım tarafından Metro Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporu ve değerlendirme çalışması incelenmiştir. İncelemelerimiz neticesinde, Metro Yatırım'ın fiyat tespit raporuna ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki şekildedir:

- Metro Yatırım'ın kullandığı değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.
- Türkiye'deki halka açık şirketler incelendiğinde Formet ile birebir aynı faaliyetlerde bulunan halka açık şirket bulunmamasından dolayı benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin Piyasa Yaklaşımı kapsamında kullanılmasını makul buluyoruz. Ancak, Piyasa Yaklaşımı kapsamında kullanılan BİST – İnşaat Malzemeleri Sektörü şirketlerinin hangi ölçütlere göre seçildiğine ilişkin ayrıntılı ölçütlere yer verilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz. BİST Ana Pazar çarpanının şirket özelinde kullanılması konusunda farklı görüşte olmakla beraber görece düşük PD\DD çarpanını dikkate alınmasıyla nihai çarpan analizinin makul olduğu düşüncesindeyiz.
- Şirket'in faaliyetleri ve iş modeli göz önüne alındığında, net defter değeri yönteminin (Maliyet Yaklaşımı) Şirket'in değerini tam olarak yansıtmayacağını düşünüyor ve fiyat tespitinde kullanılmamasını makul buluyoruz.

SONUÇ OLARAK;

Yukarıda belirttiğimiz konuları da dikkate alarak, halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz. Ayrıca, yatırımcıların halka arz boyutunu dikkate alarak halka arz sonrası likiditenin düşük olabileceğini göz önünde bulundurmalarında fayda bulunmaktadır.