

FORMET ÇELİK KAPI SANAYİ ve TİCARET A.Ş.



Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlardaki Gerçekleşmeler

**31/03/2019 tarihli, Bağımsız Denetimden Geçmemiş Finansal Tablolara göre
Hazırlanmıştır.**

6 Mayıs 2019

1. Rapor Konusu

Bu rapor, Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.' nin paylarının Borsa' da işlem görmeye başlamasından sonra, kamuya açıklanmış bulunan ve bağımsız denetimden geçmemiş 31.03.2019 tarihli finansal tablolar kullanılarak, Sermaye Piyasası Kurulu' nun VII.128-1 sayılı Pay Tebliği' nin 29. Maddesi 5. Fıkrası uyarınca, “halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğini, gerçekleşmemişse nedenlerini belirtmek” amacıyla hazırlanmıştır. Şirketimiz Yönetim Kurulu tarafından 06.05.2019 tarih ve 2019/11 sayılı karar olarak onaylanmıştır.

2. Gerekçe ve Açıklamalar

Sermaye Piyasası Kurulu' nun VII.128-1 sayılı Pay Tebliği' nin 29. Maddesinin 5. Fıkrası uyarınca, “... payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca, finansal tabloların kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğini, gerçekleşmediyse eğer nedenleri hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlanması ve söz konusu raporun, ortaklığın internet sitesinde ve KAP' ta yayınlanması ...” zorunludur.

Şirketimizin halka arzı 14-15 Mayıs 2018 tarihlerinde gerçekleşmiş, hisse senetlerimiz 22.05.2018 tarihinde Borsa İstanbul' da işlem görmeye başlamıştır. Şirketimizin halka arzına aracılık eden Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Metro Yatırım) tarafından KAP' da yayınlanan fiyat tespit raporunda Şirketimizin değeri ve halka arz fiyatı, “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)” yöntemleri kullanılarak tespit edilmiştir.

3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Formet için yapılan değerlendirme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı” ile “Gelir Yaklaşımı” yöntemleri kullanılmış olup Şirket için hesaplanan nihai sonuçta her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

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 ve maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

3.1. “Pazar Yaklaşımı” (Piyasa Çarpanları) Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

“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 uç kabul edilmiş ve ortalamalara dâhil 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.

Ortalama hesaplanırken sektör ve pazarlar eşit ağırlıklandırılmıştır. 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.

Sonuç olarak Oran Analizi yöntemiyle Formet için **91.175.193 TL’lik** piyasa değerine ve **8,30 TL** birim pay değerine ulaşılmıştır.

3.2. “Gelir Yaklaşımı” (İndirgenmiş Nakit Akımı) Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarlarının bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. Bu yöntemle göre, indirgenmiş nakit akımlarının bugünkü tahmini gerçeğe uygun değeri **102.720.115 TL** piyasa değerine ve **9,35 TL** birim pay değerine tekabül etmektedir.

Formet’in şirket değeri tespit edilirken Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemleri %50 - %50 olmak üzere eşit oranda ağırlıklandırılmıştır. Bu doğrultuda Formet’ in piyasa değeri 96.947.654 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere göre Şirket’in mevcut çıkarılmış sermayesinin 10.982.000 TL olduğundan hareketle birim pay değeri de 8,83 TL olarak bulunmuştur. Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %17 oranında halka arz iskontosu uygulanarak **7,33 TL** olarak belirlenmiştir.

4. Varsayımlar ve Değerlendirmeler

Metro Yatırım tarafından, İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yönteminde kullanılan 31.12.2019 dönemi için tahmini değerleri ve 31.03.2019 tarihli gerçekleştirmeler şöyledir:

FORMET ÇELİK KAPI SAN. VE TİC. A.Ş.	2019 (T) TL	31.03.2019 (G) TL	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	118.077.254	12.208.623	10,34%
Satışların Maliyeti	-79.849.473	-8.562.413	10,72%
Brüt Kar	38.227.781	3.646.210	9,54%
Faaliyet Gideri	14.731.435	3.542.191	24,05%
Esas Faaliyet Karı	23.496.346	104.019	0,44%
*(T) tahmin, (G) gerçekleşen			

İndirgenmiş Nakit Akımı hesaplamasına göre 2019 sonu satış hasılatı 118.077.254 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.03.2019 itibariyle yıllık satış rakamı 12.208.623 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılı ilk çeyrek itibariyle Şirket, satış hedeflerini tutturamamış hatta hedefin oldukça gerisinde kalmıştır. Şirketin 2019 yılı ilk çeyrek satışları, yıllıklandırılmış olarak, varsayım setinde öngörülen rakamın yaklaşık % 58 altında kalmıştır.

Değerlemede 2019 yılında brüt kar marjının %32,28 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2019 yılı ilk çeyreğinde brüt kar marjı oranı (Brüt Kar/Satışlar), bir miktar düşüşle %30 civarında gerçekleşmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı hesaplamasında faaliyet giderlerinin satışa oranının son 2 yılın ortalaması seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. 2019 yılı için bu oran % 12,47 olarak tahmin edilmiştir. 2019 yılı Mart ayı itibariyle gerçekleşen faaliyet giderinin (3.542.191 TL), satışlara (12.208.623 TL) oranı % 29 olmuş ve tahmini değerin üzerinde gerçekleşerek şirket karlılığını olumsuz etkilemiştir.

Bu iki karlılık verisi üzerinden bir değerlendirme yaptığımızda; 2019 yılının ilk çeyreğinde, tüm Türkiye ekonomisi ile birlikte Şirkette de gözlenen daralmanın, üretim maliyetleri tarafında etkisinin olmadığı ancak, faaliyet giderlerini aynı oranda azaltma konusunda sıkıntı yaşandığı anlaşılmaktadır. Bu durumun en önemli belirleyicisi ise, çok haklı olarak satış-pazarlama giderlerinin azaltılmamış olması olarak görünmektedir.

Değerlemede 2019 yılında esas faaliyet kar marjının %19,89 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2019 ilk çeyrek verileri itibariyle esas faaliyet kar marjı oranı (Esas Faaliyet Karı/Satışlar) % 1' e yakın gerçekleşmiştir. Karı azaltan en önemli gelişme, finansal giderlerin oluşturduğu yükür.

Aşağıdaki tablo, Formet A.Ş.’nin 2019 ve 2018 yılları ilk çeyrek verilerini kıyaslamaktadır.

FORMET ÇELİK KAPI SAN. VE TİC. A.Ş.	31.03.2018	31.03.2019	Değişim (%)
Hasılat	21,955,651	12,208,623	-44.39%
Satışların Maliyeti	-14,867,888	-8,562,413	-42.41%
Brüt Kar	7,087,763	3,646,210	-48.56%
Faaliyet Gideri	2,618,329	3,542,191	35.28%
Esas Faaliyet Karı	4,469,434	104,019	-97.67%

2018 yılında ekonomide yaşanan ve 2019 yılı ilk çeyreğinde de devam eden genel durgunluk ağırlıklı olarak faaliyet gösterilen inşaat sektörünü de olumsuz etkilemiş olup, piyasadaki talep daralması, hammadde maliyetlerinin artması ve yüksek döviz kurlarına bağlı olarak finansal giderlerin artması nedenleriyle, 2019 yılının ilk 3 ayında ciroda ve karlılıkta istenilen seviyelere ulaşamamıştır. Tüm bu olumsuz gelişmelere bağlı olarak, geçen yılın aynı dönemine göre satış hasılatı, % 44 oranında azalmıştır. Sektördeki mevsimsel etkilerin azalması, şirket ihracatında beklenen artışların gerçekleşmesi, yılın kalanında ciro ve karlılığı artırabilecektir.

Sonuç

Şirketin halka arzı 14-15 Mayıs tarihlerinde gerçekleşmiştir. Halka arz sonrası dönemde Türkiye ekonomisinde aşırı hareketler yaşanmış, döviz kurlarında yüksek oranlı artışlar ortaya çıkmış, diğer yandan, kredi faiz oranları yükselmiştir. Bu durum, üretim maliyetlerini artırırken, artan maliyetlerin satış fiyatlarına yansıtılması mümkün olmamıştır. Aynı dönemde inşaat sektöründe yaşanan yavaşlama (inşaat sektörü konjonktürel olarak kış dönemlerini zayıf geçirmektedir) , fiyat artışlarını zorlaştıran bir başka faktör olmuştur. Şirket, bu dönemi sezona hazırlık açısından değerlendirmiş, Mart ayı içinde aldığı ve duyurularını da yaptığı yaklaşık 5 milyon TL tutarındaki siparişlerini Mart sonrası cirosuna yansıtabilecek hale gelmiştir. Diğer yandan, dayanıklı tüketim malları konusunda da ihracatını artırma çabaları devam etmektedir.

Bu çerçevede, yukarıda bahsedilen gelişmeler, yılın ilk çeyreğinde şirket cirosunun azalmasına ve paralel olarak da kar marjlarının küçülmesine yol açmıştır.

Kar marjlarını olumsuz etkileyen ve sistematik risk niteliğindeki gelişmeler ile birlikte, “Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlar” karşılaştırıldığında, ciro ve karlılık hedeflerinde sapmalar olabileceği tahmin edilmektedir. Bu çerçevede, 2019 ilk çeyrek verileri kullanılarak yapılan incelemede, 2019 yıl sonu tahminlerinde bazı sapmalar olabileceği, “Fiyat Tespit Raporu” ndaki varsayımlar ile bazı gerçekleştirmeler arasında farklılıklar olabileceği söylenebilir. Yatırım kuruluşu tarafından hazırlanan raporun, genel olarak mali durumumuzu

doğru bir şekilde yansıttığı, ancak 2019 ciro hedefinde sapmalar olabileceği, Yönetim Kurulumuz tarafından onaylanmıştır.

Kullanılan yöntemlere göre yapılan değerlemeler o tarih itibariyle gerçekleşmiş verilere göre hesaplandığından, farklı değerlendirme yöntemlerin uygulanması ve/veya farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması her zaman mümkündür.