

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	FORMT
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artışı
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	14-15 Mayıs 2018
Halka Arz Öncesi Sermaye	10.982.000 TL
Sermaye Artırımı	6.518.000 TL
Ortak Satışı	1.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	17.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	43,0%
Talep Toplama Fiyatı	7,33 TL
Halka Arz Büyüklüğü	55.106.940 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	80.498.060 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	128.275.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K Kaydırılmış	15,84
FD/FAVÖK Kaydırılmış	7,28
PD/DD 2017/12	3,11

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K Kaydırılmış	25,25
FD/FAVÖK Kaydırılmış	7,28
PD/DD 2017/12	1,74

Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. Hakkında

- Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Formet ya da Şirket) 2005 yılında kurulmuştur. Şirketin 2 temel faaliyet konusu olup bunlar çelik kapı ve ahşap iç mekan kapıları ile dayanıklı tüketim malları üretim ve satışlarıdır. Tek vardiya çalışarak şirket aylık 10-12 bin çelik kapı üretebilmektedir. İhtiyaç halinde 2 veya 3 vardiya çalışabilecek kapasiteye sahiptir.
- Dayanıklı tüketim mamulleri olarak şirket doğalgaz sobası, radyan soba ve elektrikli ısıtıcıların dahil olduğu ısıtıcı grubu; ocak, elektrikli ocak, tam boy fırın ve mini fırının dahil olduğu pişirici grubu ile hava perdesi, metal ayakkabılık ile metal geri dönüşüm dolaplarının dahil olduğu diğer dayanıklı tüketim malları üretimi yapmaktadır.
- Şirketin merkezi Kayseri'de bulunmakta olup herhangi bir bağlı ortaklığı ya da iştiraki bulunmamaktadır.
- 31.12.2017 itibariyle şirketin çalışan sayısı 195'tir.
- Şirketin halka arz öncesi ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Ödenmiş sermayesi 10.982.000 TL olan şirket 6.518.000 nominal sermayeyi bedelli sermaye artırımıyla halka arz edecekken şirketin tek ortağı durumundaki Mustafa Sezen de 1 milyon TL nominal payını ortak satışı yoluyla halka arz edecek ve halka açıklık oranı %43,0 olacaktır.

Formet Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Mustafa Sezen	10.982.000	100,0%	1.000.000	13,3%	9.982.000	57,0%
Halka Açılacak Kısım			6.518.000	86,7%	7.518.000	43,0%
Toplam	10.982.000	100,0%	7.518.000	100,0%	17.500.000	100,0%

- Halka arzdan elde edilecek gelirin %60'ı kısa vadeli finansal borçların kapatılmasında, %25'inin işletme sermayesinin güçlendirilmesinde ve %15'inin iş geliştirmede kullanılması planlanmaktadır.

Mali Tablolar

Formet Bilanço, TL	2015/12	2016/12	2017/12
Dönen Varlıklar	47.457.530	79.203.005	110.111.574
Nakit ve Benzerleri	1.777.343	5.239.208	5.037.075
Ticari Alacaklar	37.696.669	47.681.201	64.940.937
Diğer Alacaklar	39.396	9.182.325	13.936.152
Stoklar	2.342.815	7.061.466	9.669.587
Diğer Dönen Varlıklar	5.601.307	10.038.805	16.527.823
Duran Varlıklar	13.705.826	13.458.689	14.851.792
İştirakler	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	1.400.000
Maddi Duran Varlıklar	8.232.566	6.890.334	6.926.927
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.625.743	2.154.558	2.069.471
Diğer Duran Varlıklar	3.847.517	4.413.797	4.455.394
Toplam Varlıklar	61.163.356	92.661.694	124.963.366
Formet Bilanço, TL	2015/12	2016/12	2017/12
Kısa Vadeli Yükümlülükler	50.889.834	75.057.899	78.384.767
KV Finansal Yükümlülükler	21.700.834	36.629.780	41.457.954
Ticari Borçlar	23.402.594	32.778.908	29.102.356
Çal. Sağ. Fay. Kap. Bor.	0	0	0
Diğer Borçlar	189.943	508.477	431.651
Ertelenmiş Gelirler	3.638.503	4.058.815	4.091.406
Diğer Kısa Vadeli Yük.	1.957.960	1.081.919	3.301.400
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.232.495	3.144.295	20.718.694
UV Finansal Yük.	945.081	2.764.040	18.081.773
Diğer Borçlar	0	0	1.862.269
Diğer UV Yükümlülükler	287.414	380.255	774.652
Özkaynaklar	9.041.027	14.459.500	25.859.905
Ödenmiş Sermaye	10.982.000	25.130.000	10.982.000
Aktüeryal Kazanç	-245.458	-129.283	-205.970
Geçmiş Yıl Karları	-4.737.308	-15.843.015	5.459.123
Net Dönem Karı	3.042.293	5.301.798	9.624.752
Toplam Kaynaklar	61.163.356	92.661.694	124.963.366
Net Borç	20.868.572	34.154.612	54.502.652

Formet Gelir Tablosu, TL	2015/12	2016/12	2017/12	16/15 Değ.	17/16 Değ.
Hasılat	58.834.633	58.383.025	81.998.093	-0,8%	40,4%
Satışların Maliyeti (-)	-40.880.908	-39.642.606	-55.375.546	-3,0%	39,7%
Brüt Kar	17.953.725	18.740.419	26.622.547	4,4%	42,1%
Brüt Kar Marjı	30,5%	32,1%	32,5%	1,6%	0,4%
Araştırma geliştirme Giderleri	-83.153				
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.457.804	-5.537.763	-8.597.888	-14,2%	55,3%
Pazarlama Giderleri (-)	-3.294.085	-1.136.852	-1.917.530		68,7%
Esas Faaliyet Karı	8.118.683	12.065.804	16.107.129	48,6%	33,5%
Esas Faaliyet Kar Marjı	13,8%	20,7%	19,6%	6,9%	-1,0%
Amortisman	2.025.191	2.102.598	2.438.047	3,8%	16,0%
FAVÖK1	10.143.874	14.168.402	18.545.176	39,7%	30,9%
FAVÖK1 Marjı	17,2%	24,3%	22,6%	7,0%	-1,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.705.927	4.281.663	11.315.112	-9,0%	164,3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-3.906.159	-3.532.569	-7.126.236	-9,6%	101,7%
Faaliyet Kârı	8.918.451	12.814.898	20.296.005	43,7%	58,4%
FAVÖK2	10.943.642	14.917.496	22.734.052	36,3%	52,4%
FAVÖK2 Marjı	18,6%	25,6%	27,7%	7,0%	2,2%
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	8.918.451	12.814.898	20.296.005	43,7%	58,4%
Finansman Giderleri (-)	-4.672.605	-6.155.966	-8.543.809	31,7%	38,8%
VERGİ ÖNCESİ KAR	4.245.846	6.658.932	11.752.196	56,8%	76,5%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-1.203.553	-1.357.134	-2.127.444	12,8%	56,8%
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-1.517.978	-1.434.357	-2.889.731		
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	314.425	77.223	762.287		
DÖNEM KARI	3.042.293	5.301.798	9.624.752	74,3%	81,5%

Değerleme

- Metro Yatırım, Formet'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmıştır.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Bu bağlamda İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Metodu

- Metro Yatırım tarafından Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Ciro, Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defteri (PD/DD) çarpanları ve 2017/12 finansal verileri kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlardır.
- Çarpan analizinde yurtdışı benzer şirketler analizi yapılmamış olup şirket'in işlem göreceği Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin ve BİST İnşaat Malzemeleri Sektörü şirketlerinin çarpanları kullanılarak ortalama çarpan değerine ulaşılmıştır.
- Kullanılan çarpanlar arasından PD/DD ve FD/Ciro çarpanı 10'un üzerinde olan, F/K ve FD/FAVÖK çarpanı 40'in üzerinde olan şirketler elimine edilerek aşırı uçlar değer hesabından çıkarılmıştır. Bu uygulamayı makul bulmakla beraber üst sınırın bir miktar daha düşük tutulabileceği kanaatindeyiz.

BİST Ana Pazar Çarpanları

- Metro Yatırım tarafından mali sektör dışı şirketlerin çarpanları dikkate alınarak Ana Pazar için PD/DD 1,80x, FD/FAVÖK 12,07x, F/K 16,27x ve FD/Ciro 1,74x hesaplanmıştır.

BİST İnşaat Malzemeleri Sektörü Çarpanları

- Yukarıda bahsedilen eliminasyon sonrası İnşaat Malzemeleri sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler için PD/DD 2,37x, FD/FAVÖK 8,32x, F/K 17,21x ve FD/Ciro 0,71x hesaplanmıştır.

Değerlemede Dikkate Alınan Şirket Finansalları					
31.12.2017	Net Kar	Özkaynak	FAVÖK	Net Borç	Ciro
TL	5.080.411	25.869.905	18.545.176	54.502.652	81.998.093

25.04.2018 İtibariyle Metro Yatırım Tarafından Hesaplanan Çarpanlar				
Pazar/Sektör	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro
Ana Pazar	1,80	12,07	16,27	1,74
İnşaat Malzemeleri	2,37	8,32	17,21	0,71
Ortalama	2,09	10,20	16,74	1,23

* Uç Değer kabul edilerek ortalamaya dahil edilmemiştir.

Metro Yatırım Tarafından Hesaplanan Çarpan Değerleri				
Pazar/Sektör	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	FD/Ciro
TL	53.938.752	134.565.417	85.046.080	45.945.012
Ortalama Çarpan Değeri				79.873.815
FD/Ciro Hariç Ortalama Çarpan Değeri				91.183.416
Ortalama Pay Başı Değer				7,27
FD/Ciro Hariç Ortalama Pay Başı Değer				8,30

- Metro Yatırım FD/Ciro çarpanında hesaplanan değeri aşırı uç kabul ederek ortalamaya dahil etmemiş ve 8,30 TL pay başı değer hesaplamıştır. FD/Ciro çarpanı dahil edildiğinde ise ortalama pay başı değer 7,27 TL'ye gerilemektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı

Şirket için 2018 yılından itibaren 5 yıllık projeksiyon kullanılmıştır.

Risksiz Getiri Oranı: 2022 vadeli devlet tahvilinin 25 Nisan kapanışı dikkate alınarak %12,98 kullanılmıştır. Son dönemde tahvil faizlerinde yaşanan artışın göz önünde bulundurularak ve daha muhafazakar kalınması adına daha yüksek bir oranın kullanılabileceğini düşünüyoruz. Bu bağlamda gösterge tahvilin cari oranının %15,70 olduğu düşünüldüğünde (25 Nisan'da %14,27) %12,98 oranının düşük kaldığını düşünüyoruz.

Sermaye Piyasası Risk Primi: %6 olarak değerlemeye dahil edilen risk priminin makul olduğunu düşünüyoruz.

Beta: İlk kez halka açılan şirketinin betası bulunmadığından piyasada genel uygulama betanın 1 kabul edilmesidir. Metro Yatırım'ın da bu yaklaşımı benimsemiş olmasını makul karşılıyoruz.

Uç Değer Büyüme Oranı: %3 kabul edilen oranın makul olduğunu düşünüyoruz.

Borçlanma Maliyeti: %16,45 olarak kabul edilen rakamın son dönem piyasa koşullarını yansıtmadığını ve düşük kaldığını düşünmekteyiz.

Yukarıda özetlenen varsayımlar dahilinde şirket için %16,21 AOSM hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	12,98%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Beta	1
Sermaye Maliyeti	18,98%
Borçlanma Maliyeti	16,45%
Kurumlar Vergisi	20,00%
Vergi Sonrası Kurumlar Vergisi	13,16%
Borçluluk Oranı	47,65%
AOSM	16,21%

Satış Tahminleri: Metro Yatırım şirketin son 2 yılda yakaladığı yüksek büyüme trendini önümüzdeki yıllarda da devam ettireceğini, büyümenin kaynağının gerek faaliyet gösterilen sektör gerekse de yeni girilen dayanıklı tüketim sektöründen kaynaklanacağını belirtmiştir. 2018-2019 için %20, 2020-2021 için %15 ve 2022 için %10 kullanılan ciro büyümesinin makul olduğu düşünmekle beraber cironun bileşenleri (satılan kapı sayısı ve birim kapı fiyatları vs.) geçmiş yıllar ve projeksiyon yılları için gösterilmediği için ciro artışının hangi parametreden kaynaklandığı net olarak anlaşılamamaktadır.

Brüt Kar Marjı: projeksiyon dönemi boyunca son 2 yılın ortalaması dikkate alınmıştır.

Faaliyet Giderleri: projeksiyon dönemi boyunca son 2 yılın ortalaması dikkate alınmıştır.

Yatırım Harcamaları: ilave kapasite yatırımı yapılmayacağı, sadece önceki yılın amortisman gideri kadar idame yatırımı yapılacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

İşletme Sermayesi: gün süreleri şirketin geçmiş yıllardaki verileri baz alınarak hesaplanmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Sonuç olarak %3 büyüme oranı ve yukarıdaki varsayımlar kullanılarak İNA metoduyla şirket için halka arz öncesi 157,2 milyon TL firma değeri, 102,7 milyon TL piyasa değeri ve 9,35 TL pay başı değer hesaplanmıştır.

Halka Arz Fiyatı

- Çarpan ve İNA metotlarından hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak 8,83 TL iskonto öncesi pay başı değer tespit edilmiş ve %17 halka arz iskontosu uygulanarak 7,33 TL halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Değerleme Yöntemi	Pay Başı Değer
Çarpan	8,30
İNA	9,35
Ortalama Pay Başı Değer	8,83
Halka Arz İskontosu	-16,9%
Halka Arz Fiyatı, TL	7,33

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yatırımcıya daha detaylı bilgiler sunulabileceğini düşünüyoruz.
- Formet'in fiyat tespitinde sadece çarpan metodu yerine İndirgenmiş Nakit Akımları metodunun da kullanılmasını olumlu karşılıyoruz.
- Çarpan metodunda Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olup metodolojiyi makul bulmaktayız. Ana Pazar ve inşaat malzemeleri sektörü çarpanlarının ayrı ayrı gösterilmesi ve kullanılmasını makul bulmaktayız. Değerleme çarpanlarını tespit ederken yapılan üst değer eliminasyonunu makul bulmakla beraber üst sınırın daha düşük tutulabileceğini düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları metodunda kullanılan %12,98 risksiz getiri oranı varsayımının muhafazakar olmadığını, mevcut piyasa koşullarını yansıtmadığını ve daha yüksek bir oran kullanılması gerektiğini düşünüyoruz. 2018 ve sonrasında ciro artışlarının kaynak ve gerekçelerinin daha net gösterilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Halka arz öncesi değer hesaplanırken çarpan ve İNA'dan hesaplanan değere eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Talep toplama fiyatının belirlenmesinde halka arz öncesi değere uygulanan %16,9 iskonto oranının son dönem piyasa koşullarında meydana gelen bozulma ve özellikle İNA'dan hesaplanan değerdeki yukarı yönlü riskleri elimine edebilecek büyüklükte olmadığını düşünmekteyiz.