

FORMET ÇELİK KAPI SANAYİ ve TİCARET A.Ş.



Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlardaki Gerçekleşmeler

**31/12/2019 tarihli, Bağımsız Denetimden Geçmemiş Finansal Tablolara göre
Hazırlanmıştır.**

29 Şubat 2020

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 geçmiş 31.12.2019 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 29.02.2020 tarih ve 2020/07 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 değerleme 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 31.12.2019 tarihli gerçekleştirmeler şöyledir:

FORMET ÇELİK KAPI SAN. VE TİC. A.Ş.	2019 (T) TL	31.12.2019 (G) TL	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	118.077.254	80.797.063	68,43%
Satışların Maliyeti	-79.849.473	-60.118.427	75,29%
Brüt Kar	38.227.781	20.678.636	54,09%
Faaliyet Gideri	14.731.435	30.543.819	207,34%
Esas Faaliyet Karı / Zararı	23.496.346	-9.952.730	zarar
*(T) tahmin, (G) gerçekleşen			

İndirgenmiş Nakit Akımı hesaplamasına göre 2019 sonu satış hasılatı 118.077.254 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.12.2019 itibariyle yıllık satış rakamı net 80.797.063 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılsonu itibariyle Şirket, satış hedeflerini tutturamamış hedefin oldukça gerisinde kalmıştır. Şirketin 2019 yılı satışları, varsayım setinde öngörülen rakamın yaklaşık % 68 oranında gerçekleşmiştir.

Değerlemede 2019 yılında brüt kar marjının %32,37 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2019 yılsonu itibariyle brüt kar marjı oranı (Brüt Kar/Satışlar), hedeflenen rakama yakın olarak %25 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, imalat sürecini kontrol edebilmeyi başarmıştır.

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 yılsonu itibariyle gerçekleşen faaliyet giderinin (30.543.819 TL), satışlara (80.797.063 TL) oranı % 38 olmuş ve tahmini değerin üzerinde gerçekleşerek şirket karlılığını olumsuz etkilemiştir. Piyasadaki durgunluk nedeniyle tahsil edilemeyen alacaklar için ayrılan yaklaşık 18 milyon TL'lik karşılık giderleri bu sonuca yol açmıştır.

Bu iki karlılık verisi üzerinden bir değerlendirme yaptığımızda; 2019 yılı sonunda, tüm Türkiye ekonomisi ile birlikte Şirkette de (satışlarda) gözlenen daralmanın, üretim maliyetleri tarafında etkisinin olmadığı ancak, faaliyet giderlerini aynı oranda azaltma konusunda sıkıntı yaşandığı anlaşılmaktadır. Bu durumun en önemli belirleyicisi ise, yukarıda belirtilen alacaklar için ayrılan karşılık giderlerinin artması olarak görünmektedir.

Değerlemede 2019 yılında esas faaliyet kar marjının %19,89 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2019 yılsonu verileri itibariyle esas faaliyet zararı oluşmuştur. Bu zararın sebepleri tahsil edilemeyen alacaklara ayrılan karşılık ile esas faaliyet gelirlerindeki azalmadır. Diğer faaliyet giderlerinde önemli bir artış bulunmamakta, aksine azalma vardır.

Aşağıdaki tablo, Formet A.Ş.'nin 2019 ve 2018 yılsonu verilerini kıyaslamaktadır.

FORMET ÇELİK KAPI SAN. VE TİC. A.Ş.	31.12.2018	31.12.2019	Değişim (%)
Hasılat	102.735.131	80.797.063	-21,35%
Satışların Maliyeti	-71.991.680	-60.118.427	-16,49%
Brüt Kar	30.743.451	20.678.636	-32,74%
Faaliyet Gideri	11.276.285	30.543.819	170,87%
Esas Faaliyet Karı	25.691.351	-9.952.730	zarar

2018 yılında ekonomide yaşanmaya başlanan ve 2019 yılında 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 yılsonunda ciroda istenilen seviyelere ulaşamamıştır. Tüm bu olumsuz gelişmelere bağlı olarak, geçen yılın aynı dönemine göre satış hasılatı % 21,35 oranında azalmıştır. Bu dönemdeki nispeten olumlu gelişme, ciro içerisindeki ihracat payının % 18 civarında oluşmasıdır.

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, fiyat artışlarını zorlaştıran bir başka faktör olmuştur. Diğer taraftan ekonomimizde yaşanan bu olumsuz gelişmeler piyasada nakit sıkışıklığına sebep olmuş, bu durum da tahsilat sürelerini uzatmış ve müşterilerden tahsilatları zorlaştırmıştır.

Bu çerçevede, yukarıda bahsedilen gelişmeler, yılın tamamında şirket cirosunun azalmasına ve paralel olarak da karın zarara dönüşmesine 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 yılsonu verileri kullanılarak yapılan incelemede, 2019 yıl sonu tahminlerinde 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 olduğu, Yönetim Kurulumuz tarafından onaylanmıştır.

Kullanılan yöntemlere göre yapılan değerlemeler o tarih itibarıyla 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.