

## Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Bayrak Taban") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### 1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	28-29 Mayıs 2020
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	Bakiyeyi Yüklenim
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	16.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%43,53
Halka Arz Fiyatı	3,28 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Paylar	<b>9.250.000 TL nominal değerli pay</b> 5.250.000 TL (Sermaye Artırımı) 4.000.000 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Büyüklüğü	30.340.000 TL

Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Turgut Bayrak	A	2,080,510	13.00%	2,080,510	9.79%
	B	13,523,890	84.52%	9,523,890	44.82%
İlker Arabacı	A	52,725	0.33%	52,725	0.25%
	B	342,875	2.14%	342,875	1.61%
Halka Açık	A	-	-	-	-
	B	-	-	9,250,000	43.53%
<b>Toplam</b>		<b>16,000,000</b>	<b>100.00%</b>	<b>21,250,000</b>	<b>100.00%</b>

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

İhraççı, 1993 yılında Bayrak Plastik San. Tic. Ltd. Şti. adı ile kurulmuş olup 2019 yılı sonunda ticaret unvanını Bayrak EBT Taban San. Tic. A.Ş. olarak tescil ettirmiştir. Şirket'in merkezi adresi Beylikdüzü/İstanbul'dur. 31 Mart 2020 itibarıyla çalışan sayısı 212 kişidir. (Aralık 2019:181 kişi.)

Şirketin ana faaliyeti her nevi plastik hammaddeden her türlü ayakkabı ve taban imalatı ve ticareti üzerine kuruludur. Şirket kurulduğu dönemden sonraki uzun yıllar termo taban üretimini kademeli olarak tek, çift ve üç renk olmak üzere arttırmıştır. 2018 yılı itibarı ile termo taban üretimini durdurarak daha yeni bir teknoloji olan faylon taban üretimine odaklanmıştır. Türkiye'de faylon taban üretimi yapan ilk firmalardan olan şirket, Türkiye çapında mağazaları bulunan giyim ve ayakkabı markalarından büyük hacimli toptancılara ve küçük ölçekli müşterilere kadar geniş bir portföye satış yapmaktadır.

Faylon taban üretiminde tek renk ve alt yapıştırmalı olmak üzere iki çeşit üretim yapılmaktadır. Kış ve Yaz sezonlarının ana, İlkbahar ve Sonbahar sezonlarının ara grup olarak adlandırıldığı sektörde Bayrak Taban %80 ana gruba %20 ise ara gruba ürün çıkarmaktadır. Bu gruplar taban numaralarına göre birçok alt kırılıma sahiptir. Şirket ana ve ara grup modellerinden toplamda 1500 adet kalıba sahiptir. 2019 yılı itibarıyla faylon taban üretimi 16.000 adet-çift/gün tek renk üretimine ulaşmıştır. Ayrıca 2019 sonu itibarıyla alt yapıştırmalı faylon taban üretimi 4.000 adet-çift/gün seviyesine ulaşmıştır.

### Halka Arza İlişkin Özet

#### Halka Arz Gerekçeleri:

- Şirketin büyüme hedeflerini devam ettirme
- Planlı yatırımların finansmanını sağlama
- Kurumsal yapıyı güçlendirme
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyini yükseltme
- Şirket bilinirliğini artırma
- Rekabet gücünü artırma
- Potansiyel müşteri ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirlik ve saygınlığı artırma

İhraççının 16.000.000 TL olan çıkarılan sermayesinin yeni pay alma haklarının kısıtlanarak 21.250.000 TL'ye artırılmasından yaklaşık 17.220.000 TL brüt, 16.192.517 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir.

Şirket, halka arzdan elde edilecek bu gelirin kullanım alanlarını şu şekilde özetlemektedir:

- **Yeni Yatırımlar:** Şirket ayakkabı taban üretimi kapasitesini arttırmak amacıyla renkli faylon taban makinesi, E-TPU (Yeni Köpük) taban makinesi ve kalıp yatırımları yapmayı planlamaktadır. Elde edilecek gelirin toplamda %40'ını yeni yatırımlar ve taban makineleri ile kalıp yatırımlarına ayırmayı planlanmaktadır.

- **Hammadde Üretim ve Sıfır Atık Tesislerinin Kurulması:** Üretimde kullanılan hammaddenin yurt dışı kaynaklı olması ve ortalama tedarik üresinin 2 ayı bulması sebebiyle şirket günlük 12 ton üretim kapasitesine sahip 2 adet hammadde üretim tesisi ve 1 adet hammadde deneme makinesini kurmak istemektedir. Hammadde üretimi ile birlikte yeni siparişlere hızlı dönüş sağlayabilecek ve stoklu çalışmayı hayata geçirebilecektir. Elde edilecek gelirin %10'u bu amaçla kullanılacaktır.
- **İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşlanması:** Yeni ve gelişen teknolojileri bünyesine katarak Pazar payını arttırmayı hedefleyen şirket, Ar-Ge departmanı da kurmayı planlamaktadır. Ayrıca Faylon Kalıphane Tesisi için de şirket satın alma yöntemi değerlendirilecektir. İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması için elde edilecek gelirin %50'sinin kullanılması planlanmaktadır.

### 3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Benzer Şirketler Analizi yapılmıştır. Yapılmış olan Pazar yaklaşımı (Çarpan Analizi) yönteminde BİST-Ana Pazar ve yurtiçinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyanları kullanılmıştır.

#### Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde BİST-Ana Pazar ve Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik sektörlerinde faaliyet gösteren halka açık şirketlerden seçilen şirketler kullanılmıştır ve bu iki gruba eşit ağırlık verilmiştir.
- Bahse konu olan şirketlerin. 14.04.2020 tarihli çarpan değerleri kullanılmış olup F/K, FD/FAVÖK ve PD/DD rasyoları eşit ağırlıkta değerlemeye dahil edilmiştir.
- Böylece TL72.3mn piyasa değeri ve TL4.52 pay değerine ulaşılmıştır.

Hisse Kodu	Şirket Adı	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
ACSEL	Aciselsan Acipayam Seluloz	1.51	9.64	6.81
AKSA	Aksa	1.29	4.87	7.16
ALKIM	Alkim Kimya	3.11	5.95	9.23
BRKSN	Berkosan Yalitim Ve Tecrit	1.63	24.29	
DYOB	Dyo Boya	2.33	4.50	21.53
EGPRO	Ege Profil	2.10	6.15	24.11
EPLAS	Egeplast	4.34	9.46	99.89
GEDZA	Gediz Ambalaj	1.26	3.73	7.35
IZFAS	Izmir Firca	1.75	7.88	55.13
MEGAP	Mega PolietilenKopuk	0.93	2.34	3.66
MRSHL	Marshall	5.80	7.17	25.94
OZDRN	Özerden Plastik	2.52	102.36	
POLTK	PoliteknikMetal	8.40	29.52	65.56
SANFM	Sanifoam Sunger	5.00	10.84	26.09
SASA	Sasa	2.85	50.80	6.93
SEKUR	Sekuro Plastik	0.86	5.19	26.2
SEYKM	Seyitler Kimya	6.02	25.86	34.63
SODSN	SodasSodyum	3.89	5.99	10.79
TMPOL	Temapol Polimer Plastik	2.02	8.14	4.35
<b>Medyan</b>		<b>2.22</b>	<b>8.01</b>	<b>25.03</b>

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Pazar ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BİST Ana Pazar	1.86	8.63	18.73
BİST Benzer Şirketler	2.22	8.01	25.03
<b>Ortalama</b>	<b>2.04</b>	<b>8.32</b>	<b>21.88</b>

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Şirket Verileri (mn, TL)	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
Bayrak EBT Taban	4.49	22.68	9.44	6.13

- Kullanılan rakamlar 2019 yılsonu sonuçlarından elde edilmiştir.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler (mn, TL)	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BİST Ana Pazar	42.19	75.33	84.21
BİST Benzer Şirketler	50.24	69.50	112.52
Ortalama Şirket Değeri	46.21	72.41	98.36
Nihai Şirket Değeri			72.33
<b>Birim Pay Değeri</b>			<b>4.52</b>

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Böylece TL72.33mn piyasa değeri ile TL4.52 hisse değerine ulaşılmıştır

### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İndirgenmiş nakit akımı analizinde şirketin 2020 – 2024 yılları serbest nakit akımı projeksiyonunu içeren tablo paylaşılmıştır.

Bayrak Taban - İNA Tablosu (mn, TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	50.40	63.00	75.60	86.94	95.64
Büyüme %	30%	25%	20%	15%	10%
SMM	36.33	46.02	54.86	63.29	69.51
Brüt Kar	14.07	16.99	20.75	23.65	26.13
Brüt Kar Marjı	28%	27%	27%	27%	27%
Faaliyet Giderleri	4.84	4.98	6.62	7.24	8.17
Esas Faaliyet Karı	9.23	12.01	14.13	16.41	17.96
Vergi	-2.03	-2.40	-2.83	-3.28	-3.59
Yatırım Harcamaları	-1.76	-3.13	-3.42	-3.94	-4.51
Çalışma Sermayesi	-3.41	-3.14	-3.47	-2.94	-2.35
Amortisman	3.13	3.42	3.94	4.51	5.17
SNA	5.16	6.76	8.35	10.76	12.68
İndirgenmiş Nakit Akımları	4.34	4.80	4.99	5.42	5.37
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	24.92				
Terminal Büyüme Oranı	0.50				
Uç Dönem SNA	96.98				
Firma Değeri	66.04				
Net Borç	6.13				
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	59.91				
Tahmini Birim Pay Değeri	3.74				

- Brüt marjın 2020'de %28 projeksiyonun geri kalanında %27 seviyesinde kalması beklenmektedir.
- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının da 2020 yılsonunda ve %10 önümüzdeki dönemde ise düşüş göstererek %8 - %9 aralığında gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Yatırım harcamalarının satışa oranının %3'den %5 seviyesine yükselmesi beklenmektedir.
- Çalışma sermayesi gün sayısının projeksiyon boyunca 95 gün seviyesinde kalması tahmin edilmektedir.

### AOSM Hesaplaması

Risksiz Faiz Oranı	%14.00
Piyasa Risk Primi	%6.00
Beta	1.00
Sermaye Maliyeti	%20.00
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%14.40
Borçluluk Oranı	%22.72
AOSM	%18.72

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Risksiz getiri oranı için % 14,00, piyasa risk primi %6 ve beta katsayısı olarak 1,0x belirlenmiştir. Böylelikle AOSM %20.00 olmuştur.
- Terminal büyüme katsayısı %5 olarak kullanılmıştır.
- Yapılan İNA çalışması sonucunda TL59.9mn öz sermaye değeri bulunmuştur.

## Değerleme Sonucu;

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (mn, TL)	Hisse Başına Değer (TL)
1) Piyasa Çarpanları Yöntemi	72.33	4.52
2) İNA Yöntemi	59.91	3.74
Ağırlıklandırılmış Şirket değeri (Piyasa Çarpanları %50, İNA %50)	66.12	4.13
İskonto Tutarı (%20.75)	13.72	
<b>İskontolu Şirket Değeri</b>	<b>52.40</b>	<b>3.28</b>

Kaynak: Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

- Yapılan değerlemede hazırlanmış olan indirgenmiş nakit akımı ve piyasa çarpan analizi eşit oranda kullanılmıştır.
- TL 4.13 olarak hesaplanan hisse birim fiyatına %20,75 halka arz iskontosu uygulanarak nihai fiyat **TL3.28** olarak belirlenmiştir.

## 4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında belirlenen halka arz fiyatının makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- İNA için yapılan projeksiyonda şirketin 2020'de satışlarını yıllık 30% artırması beklenmektedir. Bu tahminde şirketin Covid-19 salgını kaynaklı olarak satışların ne derecede etkilendiği ve normal hayata geçilmesine yönelik nasıl bir varsayımda bulunulduğuna yer verilmesi satış performansının değerlendirilmesinde daha açıklayıcı olacaktır.
- Şirketin maliyet ve gider bilgilerine ilişkin daha detaylı bilgiler sunulması iş yapısı ve geleceğe yönelik yapılan projeksiyonların anlaşılabilirliği açısından daha olumlu sonuç verebilir.
- Salgın kaynaklı yaşanan gelişmelere rağmen çalışma sermayesi ihtiyacının geçmiş senelere paralel gerçekleşeceği yönünde yapılan tahminler için daha fazla açıklama yapılması değerlemenin şeffaflığına katkı sağlayacaktır.
- BIST Ana Pazar Endeksi için bulunan değerlendirme çarpanlarının nasıl hesaplandığına yönelik ilave bilgiler elde edilen değeri daha anlaşılabilir kılacaktır.
- Benzer şirketler analizindeki şirketler arasında çarpan değerleri bakımından ciddi farklılıklar bulunmaktadır. Dolayısıyla hazırlanan listedeki şirket sayısı artırılarak aradaki farkın azalması değerlemeyi daha sağlıklı hale getirecektir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde 1,0x olarak kullanılan Beta katsayısı yurtiçinde faaliyet gösteren benzer şirketlerin beta katsayısının medyanı şeklinde alınması değerlendirme adına daha uygun olabilir.
- Uygulanan %20.75 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

**UYARI NOTU**

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.