

Bien Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin 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, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından Bien Yapı Ürünleri Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Bien Yapı" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na 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'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	11-12 Mayıs 2023
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	288.673.881 TL nominal
Sermaye Artırımı	72.326.119 TL nominal
Ek Satış	14.465.223 TL nominal (ortak satışı)
Halka Açıklık Oranı	%20,03 (Ek satış dahil: %24,04)
Halka Arz Satış Fiyatı	42,80 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.095.557.893,20 TL (Ek satış dahil: 3.714.669.437,60 TL)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi							
Ortağın Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Yapılması Halinde)	
		Nominal Sermaye (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Sermaye (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Sermaye (TL)	Pay Oranı (%)
Nurullah Ercan	A	23.093.910	8,0	23.093.910	6,4	23.093.910	6,4
Nurullah Ercan	B	265.579.971	92,0	265.579.971	73,6	251.114.748	69,56
Halka Açık Kısım	B	-		72.326.119	20	86.791.342	24,04
Toplam		288.673.881	100	361.000.000	100	361.000.000	100

Kaynak: SPK Onaylı İzahname, KAP

Şirket, sermaye artırımını yolu ile elde edeceği gelirin, halka arz maliyetleri düşülmesinden sonra %45 ila %55'inin Aydın Çine'de yer alan yeni fabrika yatırımında kullanılmasında, %45 ila %55'lik kısmını ise işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanacaktır.

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 1987 yılında Ankara'da kurulmuştur. Kurulduğu tarihte limited şirket olarak kurulan Bien Yapı, 2011 yılında tür değişikliğine giderek anonim şirkete dönüşmüştür.

Şirket'in ana faaliyet konusu; yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere yer ve duvar seramiği, yer ve duvar karosu, vitrifiye ürünler ve granit üretmektir. Şirket'in %100 bağlı ortaklığı olan Bien Banyo, vitrifiye, armatör, gömme rezervuar üretimi gerçekleştirmektedir.

Şirket, üretim faaliyetlerini Bilecik ilinde bulunan 3 farklı tesiste sürdürmektedir. Tesisler toplam 66.432 m² arazi üzerinde bulunmaktadır ve 203.728 m² kapalı alana sahiptir. Aynı zamanda Şirket Aydın ili Çine ilçesinde 609.704 m² tahsisli arsa üzerine fabrika yatırımı yapmaktadır.

Şirket ürünlerini 6 kıtada 95'ten fazla ülkede yapı marketlere ve toptancılara ihraç etmektedir. Şirket yurt dışı satışlarını %100 bağlı ortaklığı olan Bien Trading ve ilişkili tarafı Demireks Seramik Ticaret A.Ş. aracılığıyla gerçekleştirmektedir. 2022 yıl sonu itibarıyla Şirket'in yurt dışı satışlarının %33,9'u Bien Trading üzerinden, %22,9'u Demireks Sanayi ve Ticaret A.Ş. üzerinden, %19,1'i QUA Granite üzerinden ve kalan %24,1'i üçüncü taraflar tarafından ihraç kayıtlı satılmaktadır. Demireks Seramik Ticaret A.Ş.'nin Almanya ve İngiltere'de depoları bulunmakta; Almanya, İngiltere, Belçika ve Hollanda'da satış yapmaktadır. Bien Trading ise İsrail, Romanya, İtalya ve Sırbistan başta olmak üzere 90 ülkeye ihracat yapmaktadır.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket'in üretmekte olduğu ürünler dayanıklı, hijyenik ve estetik ürünlerdir. Bu bağlamda üretilen ürünler hem kaplama malzemesi olarak hem de banyo ve mutfak gereçleri anlamında geniş bir kullanım alanına sahiptir. Şirket'in ürün grupları aşağıdaki gibidir.

Ürünler	Açıklama
Duvar Karoları	Kil, kuvars, pegmatit içeren bileşimlerden oluşur. Hafif malzemelerdir bu sebeple kırılım mukavemetleri düşüktür. Sadece duvar kaplaması olarak kullanılmamaktadır. Farklı renk ve dış yüzey olanakları sunmaktadır.
Yer Karoları	Ergitici olarak yüksek miktarda feldspat ihtiva eden ürünlerdir. Kırılma dayanımları yüksektir. Genellikle iç mekân yer kaplaması olarak tercih edilirler.
Sırlı Porselen	Saf albitler ve Ukrayna killeri ihtiva eden ürünlerdir. Yüksek mukavemet değeri sunmakla beraber doğal dayanım özelliğine de sahiptirler. İç ve dış mekân yer kaplaması olarak kullanılmaktadır.

Ürünler	Açıklama
Teknik Porselen	Tek katmanlı bir yapıya sahiptir. Tek katlı yapısı sayesinde aşınma dayanımları çok yüksektir bu nedenle yoğun trafiğe maruz kalan alanlarda tercih edilmektedir.
Seramik Sağlık Gereçleri	Kil, kaolen, silis ve feldspat grubu ham maddelerden hazırlanan çamurla şekillendirilmiş, yüksek sıcaklıkta pişirilerek vitrifiye edilmiş, kişisel ve toplu kullanıma uygun hijyenik banyo gereçleridir. Bu ürün grubu klozet, rezervuar lavabo, helataşı ve pisuarları içerisine almaktadır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Satışların ana ürün ve hizmet grubu bazında yıllara göre kırılımı aşağıdaki gibidir;

TL	31.12.2020	%	31.12.2021	%	31.12.2022	%
Seramik	966.298.078	85,5	1.969.712.137	84,5	4.552.091.669	86,3
Armatür-Batarya	30.248.739	2,7	67.894.789	2,9	151.990.001	2,9
Seramik Sağlık Gereçleri	54.727.039	4,8	109.941.822	4,7	234.063.564	4,4
Diğer	78.338.197	6,9	183.575.960	7,9	336.295.973	6,4
Toplam	1.129.612.053	100,0	2.331.124.708	100,0	5.274.441.207	100,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Satışların yıllara göre yurt içi ve yurt dışı olmak üzere dağılımı aşağıdaki gibidir;

TL	31.12.2020	%	31.12.2021	%	31.12.2022	%
Yurt Dışı	412.719.651	36,5	567.704.065	24,4	1.103.183.651	20,9
Yurt İçi	716.892.402	63,5	1.763.420.643	75,6	4.171.257.556	79,1
Toplam Net Satışlar	1.129.612.053	100,0	2.331.124.708	100,0	5.274.441.207	100,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Net Satışlar	1.129.612.053	2.331.124.708	5.274.441.207
Satışların Maliyeti	- 854.093.042	- 1.424.577.900	- 3.878.641.248
Brüt Kar	275.519.011	906.546.808	1.395.799.959
Brüt Kar Marjı (%)	24	39	26
Faaliyet Karı	148.957.827	775.044.952	1.092.149.865
Faaliyet Kar Marjı (%)	13	33	21
Dönem Karı/Zararı	66.662.722	579.909.221	874236540
Net Kar Marjı (%)	6	25	17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Dönen Varlıklar	1.054.746.324	2.041.132.350	3.943.952.465
Duran Varlıklar	812.387.727	896.572.556	1.123.541.007
TOPLAM VARLIKLAR	1.867.134.051	2.937.704.906	5.067.493.472
Kısa Vadeli Yükümlülükler	711.717.859	1.118.673.646	2.801.289.963
Uzun Vadeli Yükümlülükler	639.714.369	724.975.355	361.600.024
Özkaynaklar	515.701.823	1.094.055.905	1.904.603.485
Ödenmiş Sermaye	120.000.000	315.000.000	288.673.881
TOPLAM KAYNAKLAR	1.867.134.051	2.937.704.906	5.067.493.472

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin 2023 – 2032 yılları arasındaki serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akımı analizi %60 ve Çarpan Analizi %40 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- Yapılan projeksiyonlarda 2023 – 2032 yılları arasında satışların ürün bazlı kırılmaları gösterilmiştir.

Net Satışlar (mn, TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Sırlı Porselen	4.119	10.067	15.513	23.852	28.283	33.435	39.416	44.146	49.443	55.376
Duvar Karosu	2.676	3.078	3.447	3.847	4.309	4.826	5.405	6.053	6.780	7.593
Yer Karosu	530	658	737	833	933	1.044	1.170	1.310	1.467	1.643
Seramik Sağlık Gereçleri	360	470	550	630	721	826	945	1.066	1.202	1.355
Armatür	211	248	290	333	381	436	499	563	635	716
Klozet Kapağı	64	80	94	108	123	141	161	182	205	231
Gömme rezervuar	96	115	134	154	176	201	231	260	293	331
Diğer satışlar	342	401	451	507	569	639	718	805	902	1.011
İade ve indirimler	99	116	130	146	164	184	206	231	259	290
Net Satışlar	8.301	15.000	21.086	30.116	35.331	41.365	48.338	54.153	60.669	67.968
Büyüme	%57,4	%80,7	%40,6	%42,8	%17,3	%17,1	%16,9	%12,0	%12,0	%12,0

Kaynak: Ak Yatırım

- İNA çalışması şirketin 2023- 2032 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	8.301	15.000	21.086	30.116	35.331	41.365	48.338	54.153	60.669	67.968
Satışların Değişimi	%57	%81	%41	%43	%17	%17	%17	%12	%12	%12
FVÖK	1.534	3.167	4.815	7.149	8.547	10.167	12.048	13.603	15.313	17.234
Amortisman	96	326	591	895	921	951	981	993	1.040	1.087
FAVÖK	1.630	3.493	5.406	8.044	9.468	11.118	13.028	14.596	16.353	18.321
Dönem Vergi Gideri (-)	0	0	0	1.287	1.538	2.033	2.410	2.721	3.063	3.447
Yatırım Harcamaları (-)	2.301	2.670	3.034	250	288	331	382	441	510	591
Net İş. Ser. Değ	1.656	3.115	2.842	4.183	2.420	2.800	3.235	2.697	3.025	3.388
Serbest Nakit Akımları	- 2.327	- 2.292	- 470	2.324	5.222	5.954	7.002	8.737	9.755	10.895
AOSM	%20,69	%20,69	%20,69	%18,72	%18,72	%18,72	%18,72	%18,72	%18,72	%18,72
İndirgenmiş Nakit Akımları	-1.928	-1.574	-268	1.113	2.107	2.024	2.005	2.107	1.982	1.864
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	14.267									
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	9.434									
Firma değeri	23.701									
Net Borç	1.409									
Toplam Özsermaye değeri	22.291									
Hisse Sayısı	288,7									
Hisse başı değer	77,22									

Kaynak: Ak Yatırım

- Değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı %15,69 olarak alınmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2023-2025 yılları arasında %20,69, 2026 yılı ve sonrası için %18,72 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Vergi oranı ise 2023-2025 yılları arası 0 ve izleyen yıllar için %20,0 olarak sabit tutulmuştur.
- Sonsuz büyüme oranı ise %5,0'da tutulmuştur.

İskonto Oranları	2023-2025	2026-2032
Risksiz Faiz Oranı	%15,69	%15,69
Hisse Risk Primi	%6,0	%6,0
Beta	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	%21,69	%21,69
Borç Maliyeti	%19,69	%19,69
Vergi Oranı	%0,0	%20,0
Borç Oranı	%50,0	%50,0
AOSM	%20,69	%18,72

Kaynak: Ak Yatırım

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp F/K ve FD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde yurtiçi benzer şirketlere %50 ve yurt dışı benzer şirketlere %50 ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
Geberit AG	19,6	23,5
Mohawk Industries	5,1	238,0
Toto Ltd	8,3	16,9
Kajaria Ceramies	30,2	51,3
Guangdong Dongpeng	18,3	a.d.
R.A.K Ceramies P.I.S.C	7,5	9,2
Dynasty Ceramic	10,0	14,4
Sandi Ceramic Company	10,3	13,4
Vigiacara Corporation	3,6	8,7
Everjoy Health Group	62,9	a.d.
Victoria Pie	10,6	15,5
Internacional de Ceramics	6,5	13,9
Villeroy & Boch AG	3,5	8,0
Inrom Construction	9,1	13,1
PT Arwan Citramuila	8,0	12,6
Guangxhon Seagull	35,5	46,0
Huida Sanitary Ware Co	9,3	26,4
SCG Ceramics	10,7	a.d.
Somany Ceramies	16,4	35,6
Hamat Group	7,1	6,5
Noreros plc	5,5	7,2
Al Aswar Ceramic Tiles	10,1	25,7
PRG S.A	3,8	4,5
RAK Ceramics	12,6	27,4
Hoeheng Corporation	9,9	16,7
Orient Bell Limited	12,3	22,7
The Union Mosaic Industry	17,4	9,5
Medyan	9,9	13,4

Kaynak: Ak Yatırım

- Yurt dışı benzer şirketlerle yapılan değerlemede 9,9 FD/FAVÖK ve 13,4 F/K değerleri elde edilmiştir.

BIST Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
Afyon Çimento	11,0	15,7
Akçansa	7,5	7,2
Batı Çimento	12,6	-
Batisöke Çimento	22,1	-
Boğaziçi Beton	9,9	14,8
Bursa Çimento	5,9	7,9
Çimbeton	12,1	27,4
Çimentaş	10,6	6,2
Çimsa	12,0	4,3
Ege Seramik	6,1	6,0
Göлтаş Çimento	5,9	4,1
Intema	9,0	12,4
Kalekim	13,6	13
Konya Çimento	55,9	109
Kütahya Porselen	10,2	9,2
Niğbaş Niğde Beton	167,0	10,2
Nuh Çimento	11,2	10,7
Oyak Çimento	13,8	10,7
Qua Granit Hayal Yapı	13,4	9,9
Uşak Seramik	4,7	4,8
Medyan	11,0	10,7

Kaynak: Ak Yatırım

- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede 11,0 FD/FAVÖK ve 10,7 F/K değerleri elde edilmiştir.
- Çarpan analizi çerçevesinde yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan değerler eşit ağırlık uygulanarak 11.203mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti-1	Ağırlık	FD/FAVÖK	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TRY)
Yurt dışı Benzer Şirketler	%50	9,9	10.574.971.837	5.287.485.918,50
Yurtiçi Benzer Şirketler	%50	11,0	11.832.940.000	5.916.470.000,00
Özsermaye değeri				11.203.955.918

Kaynak: Ak Yatırım

- Çarpan analizi çerçevesinde yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanlarına göre hesaplanan değerlere eşit ağırlık uygulanarak, 10.151mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti-2	Ağırlık	F/K	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TRY)
Yurt dışı Benzer Şirketler	%50	13,4	11.286.071.175	5.643.035.587,50
Yurtiçi Benzer Şirketler	%50	10,7	9.016.044.817	4.508.022.408,50
Özsermaye değeri				10.151.057.996

Kaynak: Ak Yatırım

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti-3	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TRY)
FD/ FAVÖK	%50	11.203.955.918	5.601.977.959
F/K	%50	10.151.057.996	5.075.528.998
Özsermaye değeri			10.677.506.957

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TRY)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri
İNA	22.291,2	%60	13.375
Çarpan Analizi	10.677,5	%40	4.271
İskontosuz Hisse Değeri			17.645,7

Kaynak: Ak Yatırım

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %60 ve Çarpan Analizine %40 oranda ağırlık verilmiştir. Buna göre 17.645,7mn TL halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	Taban Fiyat
Çıkarılmış Sermaye	288.673.881
Pay Başına Fiyat	61,13
Halka Arz İskontosu	%30
Halka Arz Pay Fiyatı	42,80

Kaynak: Ak Yatırım

- Bulunan değere %30 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat 42,80 TL olarak hesaplanmıştır.

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatına uygulanan %30 halka arz iskontosu makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında 42,80 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde %5 oranında yer alan uç büyüme oranının, şirketin faaliyet gösterdiği sektörü de dikkate alarak uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin 2025 yılına kadar %20,69 ve izleyen yıllar için %18,72 olarak hesaplanmasını makul buluyoruz.

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 dayanarak 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 dayanarak 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 hiçbir 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.