

Bayrak Taban Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("BAYRK", "Bayrak Taban" veya "Şirket") için Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından hazırlanarak 22.05.2020 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Bayrak Taban'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 16.000.000 TL - Halka Arz Şekli : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı - Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : 5.250.000 TL - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 4.000.000 TL - Halka Arz Miktarı - Toplam : 9.250.000 TL - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 43,53%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 3,28 TL - Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : 52,48 milyon TL - Halka Arz Büyüklüğü : 30,34 milyon TL - Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 69,70 milyon TL
Talep Toplama Yöntemi	- Borsa'da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Aracılık Yöntemi	- Bakiyeyi Yüklenim
BİST İşlem Kodu	- BAYRK.HE
Talep Toplama Tarihleri	- 28 - 29 Mayıs 2020

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Bayrak Taban, faaliyetlerine 1993 yılında Bayrak Plastik Sanayi Ticaret Limited Şirketi, faaliyet alanı olarak ise plastik eşya üretimi olarak başlamıştır. Şirket, 1997 yılında ayakkabı tabanı üretimine başlamıştır. 2002 yılında Bayrak Ayakkabı Taban Sanayi Ticaret Limited Şirketi olarak unvan değiştiren Şirket, 2014 yılında faylon taban üretimi yapmak için Bay Eva Ayakkabı Taban Sanayi Ticaretim Limited Şirketi ile 2016 yılında birleşme gerçekleştirmiştir. Şirket, 2018 Mehmet Salih Baduk ve Mehmet Baduk ile ortaklığın sonlandırılmasının ardından termo taban üretimini sonlandırarak tamamen yeni teknoloji termo taban üretimine odaklanmıştır. 2019 yılı sonunda Şirket unvanı Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değişmiştir.

Şirket, 2019 yılı itibarıyla, günde 16.000 çift tek renk faylon taban ve günde 4.000 çift termo alt yapıştırmalı faylon taban imalat kapasitesine sahiptir.

Türkiye'nin ilk faylon taban üreticisi şirketlerden birisi olan Bayrak Taban geniş bir müşteri portföyüne hizmet vermektedir. Müşterileri arasında Türkiye'nin her bölgesinde mağazaları olan giyim ve ayakkabı markaları ve hacmi büyük toptancıların yanı sıra küçük ölçekli müşteri de mevcuttur.

Şirket, herhangi bir gruba bağlı olmayıp olup, grup şirketi de yoktur.

Şirketin 31 Mart 2020 dönemi itibariyle personel sayısı 212'dir.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Turgut Bayrak	15.604.400	97,53%	11.604.400	54,61%
İlker Arabacı	395.600	2,47%	395.600	1,86%
Halka Açık Kısım	-	-	9.250.000	43,53%
Toplam	16.000.000	100%	21.250.000	100%

4- Finansal Tablolar

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
DÖNEN VARLIKLAR	22.930.264	23.858.589	17.773.697
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.671.848	3.505.777	2.589.927
Ticari Alacaklar	10.863.274	8.492.001	10.920.584
İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar	10.863.274	8.492.001	10.920.584
Diğer Alacaklar	752.398	5.104.747	275.753
İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	679.213	5.072.483	31.325
İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	73.185	32.264	244.428
Stoklar	3.549.253	2.786.076	1.430.526
Peşin Ödenmiş Giderler	2.297.070	2.631.012	1.196.434
İlişkili Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	324.239
İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	2.297.070	2.631.012	872.195
Diğer Dönen Varlıklar	1.796.421	1.338.976	1.360.473
DURAN VARLIKLAR	20.225.687	10.758.079	11.708.894
Kullanım Hakkı Varlıkları	3.275.186	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.150.000	0	0
Maddi Duran Varlıklar	14.187.695	10.080.051	10.912.389
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	240.793	19.439	13.978
Ertelenmiş Vergi Varlığı	371.800	658.376	782.314
Diğer Alacaklar	213	213	213
TOPLAM VARLIKLAR	43.155.951	34.616.668	29.482.591
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	16.337.814	15.493.107	12.884.107
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2.959.317	3.219.489	3.755.125
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	6.268.198	3.948.286	3.500.536
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	655.037	0	0
Ticari Borçlar	4.314.952	3.252.028	2.113.005
İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	4.314.952	3.192.028	2.113.005
İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	0	60.000	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	672.775	140.386	599.717
Diğer Borçlar	424.822	766.247	1.725.669
İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	449	10.098	428.942
İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	424.373	756.149	1.296.727
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	306.999	33.573	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	150.986	7.726	35.826

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	93.616	0	0
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	57.370	7.726	35.826
Türev Araçlardan Borçlar	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	584.728	4.125.372	1.154.229
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	4.133.939	954.318	2.616.904
Uzun Vadeli Borçlanmalar	577.470	40.608	2.058.155
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	2.620.149	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	310.970	283.036	136.865
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	310.970	283.036	136.865
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	625.350	630.674	421.884
ÖZKAYNAKLAR	22.684.198	18.169.243	13.981.580
Ödenmiş Sermaye	16.000.000	10.110.550	10.110.550
Sermaye ve Tamamlama Fonu	0	915.710	
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Kapsamlı Giderler	96.311	77.692	76.028
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kayıpları	96.311	77.692	76.028
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	172.464	149.147	149.147
Geçmiş Yıllar Karları	1.919.087	3.645.855	1.118.782
Net Dönem Karı	4.496.336	3.270.289	2.527.073
TOPLAM KAYNAKLAR	43.155.951	34.616.668	29.482.591

Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.03.2020	31.03.2019	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Hasılat	12.097.414	10.397.653	38.771.282	29.134.551	31.463.053
Satışların Maliyeti	-9.182.789	-8.004.586	-28.688.876	-20.441.804	-23.587.649
Brüt Kar (Zarar)	2.914.625	2.393.067	10.082.406	8.692.747	7.875.404
Genel Yönetim Giderleri	-893.150	-838.977	-2.757.291	-2.663.330	-1.889.086
Pazarlama ve Satış Giderleri	-117.842	-73.035	-288.445	-700.849	-443.955
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.626.662	1.522.295	3.654.821	3.237.026	1.754.768
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-896.225	-2.010.314	-3.007.688	-3.670.480	-3.881.125
Faaliyet Karı / Zararı	2.634.070	993.036	7.683.803	4.895.114	3.416.006
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	261.386	433.026	662.919	55.199
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-536.684	-119.500	0
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	2.634.070	1.254.422	7.580.145	5.438.533	3.471.205
Finansman Gelirleri	0	0	0	0	0
Finansman Giderleri	-492.495	-324.078	-1.838.597	-1.293.641	-463.930
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	2.141.575	930.344	5.741.548	4.144.892	3.007.275
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-490.621	-210.771	-1.245.212	-874.603	-480.202
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-315.433	-213.184	-969.211	-542.344	-979.175
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-175.188	2.413	-276.001	-332.259	498.973
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	1.650.954	719.573	4.496.336	3.270.289	2.527.073
Dönem Karı (Zararı)	1.650.954	719.573	4.496.336	3.270.289	2.527.073

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Sermaye artırımını ve ortak satışı ile gerçekleştirilecek halka arzda Şirket tarafından elde edilecek 17,2 milyon TL'lik halka arz gelirinden 1,0 milyon TL olan maliyet çıktıktan sonra şirket tarafından 16,2 milyon TL net kaynak elde edilmesi öngörülmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynağın yeni yatırımlarda, hammadde ve sıfır atık tesislerinin kurulmasında ve işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

- Yeni Yatırımlarda Kullanılması

Halka arzdan elde edilecek fon gelirinin yaklaşık %30'luk kısmın renkli faylon taban makinesi ve kalıp yatırımlarında, %10'luk kısmın ise E-TPU (Yeni Köpük) taban makinesi ve kalıp yatırımlarında kullanılması planlanmaktadır.

- Hammadde Üretim ve Sıfır Atık Tesislerinin Kurulması

Hammadde üretim ve sıfır atık tesislerinin kurulması amacıyla elde edilecek fonun yaklaşık %10'unun kullanılması planlanmaktadır.

- İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşlanması

Şirket halka arzından elde edilecek fonun yaklaşık %50'sinin işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılması planlanmaktadır.

6- Halka Arz Teşviki

Yoktur.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 15.04.2020 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2017, 2018 ve 2019 yılsonu dönemlerine ilişkin finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları)
- Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları – İNA)

a) Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı yönteminde BİST Ana Pazar ve BİST Benzer şirketlerin 14.04.2020 tarihli Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları dikkate alınmış olup, çarpanların medyanları hesaplamada kullanılmıştır.

BİST Ana Pazar'ın 14.04.2020 tarihli çarpanları aşağıda yer almaktadır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Medyan	1,86	8,63	18,73

Değerlemede baz alınan BİST Benzer şirketlerin 14.04.2020 tarihi itibarıyla çarpanları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
ACSEL	1,51	9,64	6,81
AKSA	1,29	4,87	7,16
ALKİM	3,11	5,95	9,23
BRKSN	1,63	24,29	
DYOBY	2,33	4,50	21,53
EGPRO	2,10	6,15	24,11
EPLAS	4,34	9,46	99,89
GEDZA	1,26	3,73	7,35
IZFAS	1,75	7,88	55,13
MEGAP	0,93	2,34	3,66
MRSHL	5,80	7,17	25,94
OZRDN	2,52	102,36	
POLTK	8,40	29,52	65,56
SANFM	5,00	10,84	26,09
SASA	2,85	50,80	6,93
SEKUR	0,86	5,19	26,20
SEYKM	6,02	25,86	34,63

SODSN	3,89	5,99	10,79
TMPOL	2,02	8,14	4,35
Medyan	2,22	8,01	25,03

Piyasa çarpanları analizinde baz alınan çarpanlar eşit oranda ağırlıklandırılarak aşağıda gösterilmiştir.

14.04.2020 Tarihi İtibariyle Değerleme Oranları			
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
Ortalama	2,04	8,32	21,88

Şirketin değerlemeye esas verileri olarak ise 31.12.2019 dönemi verileri dikkate alınmıştır.

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2019	4.496.336	22.684.198	9.440.132	6.133.137

Bayrak Taban'ın söz konusu çarpanlar sonucunda eşit ağırlıklandırılmış değeri 72.335.736 TL olarak hesaplanırken, pay başına değeri 4,52 TL'ye denk gelmektedir.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)		
	PD/DD	FD/FVÖK	F/K
BİST Ana Pazar	42.192.608	75.337.005	84.216.373
BİST Benzer Şirketler	50.245.499	69.502.121	112.520.808
Ortalama Şirket Değeri	46.219.053	72.419.563	98.368.591
Nihai Şirket Değeri			72.335.736
Birim Pay Değeri			4,52

b) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Şirket için yapılan İNA çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %18,72 olarak hesaplamasında risksiz faiz oranının %14,00, Piyasa Risk Priminin %6, beta katsayısının 1, borçlanma faizinin %18 ve vergi oranının %20 olmak üzere vergi sonrası borçlanma maliyetinin %14,40 olarak alındığı,

-Şirketin 2024 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

-Şirket için, 2020 yılında %30, 2021 yıllarında %25, 2022 yılında %20, 2023 yılında %15 ve 2024 yıllarında %10 oranında ciro artışı gerçekleştirileceği belirtilmiştir.

- Şirketin brüt kar marjının %26,96 - %27,92 aralığında değişeceği,

- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının %7,90 – %9,61 aralığında değişeceği,

- Yatırım harcamaları olarak yıllar itibarıyla artan şekilde olmak üzere 1,8 milyon TL – 4,5 milyon TL aralığında değişeceği,

- Net işletme sermayesi hesaplamasında 2017 – 2019 yıllarından hareket edildiği,

- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre özsermaye değeri 59.910.410 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 3,74 TL'ye denk gelmektedir.

c) Sonuç

Bayrak Taban'ın nihai şirket değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı Yöntemi ve İNA Yönetimine eşit ağırlık verilerek 66.123.073 TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 4,13 TL'ye denk gelmektedir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri(TL)	Pay Başına Değer(TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	72.335.736	4,52
İNA Yöntemi	59.910.410	3,74
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Piyasa Çarpanları %50, İNA %50 Ağırlık)	66.123.073	4,13
İskonto Tutarı (%20,75)	13.720.538	
İskontolu Şirket Değeri	52.402.535	3,28

Halka arz fiyatının belirlenmesinde %20,75 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatının 3,28 TL olarak belirlendiği görülmektedir.

8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Bayrak Taban fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA analizinde 5 yıllık projeksiyon döneminin dikkate alınmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Kullanılan %18,72 oranındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile güncel veriler dikkate alındığında muhafazakar bir yaklaşım uygulandığını düşünmekteyiz.
- FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler dahil edildiği, net borç hesaplamasına da kiralama yükümlülüklerinin dahil edilmediği görülmüş, ancak açıklamaya yer verilmemiştir. Söz konusu uygulamaların değerlendirme sonucuna pozitif yansıdığı görülmektedir.
- İzahname setinin ekine koyulan 31.03.2020 verileri dikkate alınıp yıllıklandırma yapılması halinde şirketin faaliyet verilerinin değerlemeye pozitif yansıtacağı görülmektedir.
- Bu doğrultuda %20,75 oranında halka arz iskontosu ile 3,28 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.