

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ Yatırım) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Bayrak EBT Taban San. ve Tic. A.Ş. (BAYRK) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Metro Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş., 1993 yılında Bayrak Plastik Sanayi Ticaret Ltd. Şti. olarak kurulmuştur. İlk faaliyet alanı plastik eşya üretimi olan Şirket, 1997 yılında ayakkabı tabanı üretimine başlamıştır. 2002 yılında Bayrak Ayakkabı Taban San. Tic. Ltd. Şti. olarak unvanı değişen Şirket termo taban üretimini devam ettirirken 2015 yılında faylon taban üretimine başlamıştır. Şirket 2018 yılı içerisinde termo taban üretimini sonlandırarak sadece faylon taban üretimine odaklanmıştır. Bu değişimde, Şirket tercihinin yanı sıra iki ortakla ortaklık ilişkisinin sonlandırılması da etkili olmuştur. 2019 yılı sonunda ismini Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirmiştir.

Şirket'in merkezi İstanbul, Beylikdüzü olup faaliyet konusu faylon ayakkabı tabanı imalatı ve satımıdır. 31.03.2020 itibarıyla Şirket'in çalışan sayısı 212'dir. Şirket, ayakkabı tabanı sektöründe faaliyet göstermektedir.

Şirket operasyonları incelendiğinde; 1998 yılında 4.000 adet-çift/gün tek renk termo taban üretimi ile başlayan ayakkabı taban üretimi, 1999-2002 döneminde 6.000 adet-çift/gün tek renk termo taban üretimi seviyesine çıkmış, 2002-2018 döneminde ise 4.000 adet-çift/gün tek renk termo taban üretimi seviyesine gelmiştir.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Bayrak EBT Taban San. ve Tic. A.Ş.
Halka Arz Şekli	5.250.000 TL Sermaye Artırımı, 4.000.000 TL Ortak Satışı (Toplam 9.250.000 TL)
Talep Toplama Yöntemi	Borsa'da satış "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" Yöntemi
Halka Arz Öncesi Sermaye	16,000,000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	21,250,000 TL
Halka Açıklık Oranı	43,53%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 5.250.000 TL
Halka Arz Fiyatı	3,28 TL
Halka Arz Tarihi	28-29 Mayıs 2020
BİST İşlem Kodu	BAYRK

1999-2002 döneminde 2.000 adet-çift/gün iki renkli termo taban üretimi, 2006-2018 döneminde 6.000 adet-çift/gün iki renkli termo taban üretimi sayılarına ulaşılmıştır. 2006-2018 döneminde 3.000 adet-çift/gün üç renkli termo taban üretimi de yapılmıştır.

2015 yılında başlayan faylon taban üretimi 3.000 adet-çift/gün iken, 2016 yılında 16.000 adet-çift/gün tek renk üretimine ulaşmıştır. 2019 yılında da aynı kapasitede devam etmiştir. 2015 yılında 800 adet-çift/gün alt yapıştırırmalı faylon taban üretimi, 2016 yılında 4.000 adet-çift/gün üretimine ulaşmıştır. 2019 yılında da aynı kapasitede devam etmiştir.

Ortaklık Yapısı

Şirketin paylarına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir.

DOĞRUDAN PAY SAHİPLİĞİNE İLİŞKİN BİLGİ						
Ortağın Adı Soyadı	Sermaye Payı /Oy Hakkı					
	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	TL	Sermaye Payı %	Oy Hakkı %	TL	Sermaye Payı %	Oy Hakkı %
Turgut Bayrak	15,604,400.00	97.53	97.53	11,604,400.00	54.61	66.91
İlker Arabacı	395,600.00	2.47	2.47	395,600.00	1.86	2.04
Halka Açık	-	-	-	9,250,000.00	43.53	31.06
TOPLAM	16,000,000.00	100.00	100.00	21,250,000.00	100.00	100.00

Bu raporda yer alan veriler ve bilgiler güvenilir olduğu varsayılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu rapordaki bilgiler bilgilendirme amaçlıdır. Yorumlar tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. verilen bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Burada yer alan bilgi ve yorumların kullanılması sonucu doğabilecek zararlardan Invest AZ sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Sonrası Amaç ve Yatırım Planları**Halka Arz Gerekçeleri:**

- Şirketin büyüme hedeflerinin devamı,
- Planlanan yatırımların finansmanı,
- Kurumsal yapının güçlendirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- Şirket bilinirliğinin artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri:

- 1) Yeni yatırımlar yapılması (Renkli faylon taban makinesi ve kalıp yatırımları, E-TPU (Yeni Köpük) taban makinesi ve kalıp yatırımları)
- 2) Hammadde üretim ve sıfır atık tesislerinin kurulması
- 3) İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler “Şirket’in Fiyat Tespit Raporu’ndan alınmıştır.

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca “Metro Yatırım”) tarafından 15 Nisan 2020 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (kısaca “KAP”) yayınlanmış olan “Fiyat Tespit Raporu”nda (kısaca “Rapor”) Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi) ve Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi) kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Pazar Yaklaşımı ile Piyasa Değeri Tespiti

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanışında;

- 1) Piyasa Değeri /Defter Değeri (PD/DD)
- 2) Fiyat/Kazanç (F/K)
- 3) Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)

oranlarına yer verilmiştir.

Şirketin ana faaliyet konusu ayakkabı tabanı üretimidir. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda

- i) BIST Ana Pazar ve
- ii) BIST Benzer Şirketler olarak sınırlandırılan halka açık ortaklıkların 14.04.2020 tarihi itibarıyla hesaplanan oranları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BIST-Benzer Şirketler, şirketin faaliyet konusu ile doğrudan yakınlık gösterdiği için, BIST–Ana Pazar, şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği pazar olması nedeniyle değerlendirilmiştir. Benzer şirketler kimya, ilaç, petrol, lastik, ve plastik ürünler sektöründeki şirketler arasından Şirket'in faaliyet alanıyla benzeşmesine göre seçilmiştir. BIST100 ve Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler ise büyüklük olarak Bayrak Taban'dan çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemiştir.

Şirket Verileri (TL)	
Net Kar	4,496,336.00
Özkaynaklar	22,684,198.00
FAVÖK	9,440,132.00
Net Finansal Borç	6,133,137.00
Ödenmiş Sermaye	16,000,000.00

METRO YATIRIM ŞİRKET DEĞERLEMESİ			
Piyasa Çarpanları (14/04/2020)			
Pazar ve Sektör	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
Pazar ve Sektör	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BİST ANA PAZAR	42,192,608.28	75,335,202.16	84,216,373.28
BİST Benzer Şirketler	50,358,919.56	69,482,320.32	112,543,290.08
Ortalama Şirket Değeri	46,275,763.92	72,408,761.24	98,379,831.68
Nihai Şirket Değeri	72,354,785.61		
Pay Başı fiyat	4.52		

Oran analizi yöntemiyle, Bayrak EBT için tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 72.354.785.61 TL'lik piyasa değerine ve 4,52 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Bu raporda yer alan veriler ve bilgiler güvenilir olguğu varsayılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu rapordaki bilgiler bilgilendirme amaçlıdır. Yorumlar tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerini yansıtmaktadır. verilen bilgiler, yorumlar ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Burada yer alan bilgi ve yorumların kullanılması sonucu doğabilecek zararlardan Invest AZ sorumlu tutulamaz.

Gelir Yaklaşımı ile Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemle şirket değeri hesaplanırken aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar TL üzerinden yapılmıştır.
- Projeksiyon süresi 5 yıl olup, 2020 – 2024 yıllarını kapsamaktadır.
- Risksiz Faiz Oranı (RF) için 14 Nisan 2020 tarihindeki 5 yıllık devlet tahvil faizinin oranı olan %14,00 kullanılmıştır.
- Piyasa Ortalama Getiri Beklentisi (RM) için BIST 100 endeksinin 2009-2019 yılları için son 10, 9, 8, 7, 6 ve 5 yılın bileşik getirilerine bakılmıştır. İlgili oranların %5,59 ila %10,56 aralığında olduğu belirtilmiştir.
- Risk Primi (RP) %6 olarak alınmıştır. $R_p = RM - RF$ için en yüksek değer dahi ($\%10,56 - \%14,00 = -\%3,44$) negatif olduğu için bu değer kullanılmamıştır. Aswath Damodaran'ın araştırmalarına binaen yayımladığı Türkiye ülke risk primi olan %4,44; Borsa İstanbul'da son 3 yılda gerçekleşen halka arzlardaki risk primlerinin %5,0-%6,5 aralığında olması ve şirketin düşük borçluluk yapısı göz önüne alınarak %6 oranı belirlenmiştir.
- Beta katsayısı, Borsa İstanbul'da yapılan halka arzlarda genel olarak 1,00 kullanılmasına istinaden 1,00 olarak alınmıştır.
- 2024 sonrası büyüme (nihai büyüme) %5,0 olarak alınmıştır.
- Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti, 2021 ve sonrasında sonra kurumlar vergisi %20 olacağı için bu değer Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında kullanılmıştır. Bununla beraber indirgenmiş nakit akımlarında serbest nakit akımı hesaplanırken ilgili yılın vergi oranı kullanılmıştır. Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti=Borçlanma Faizi*(1-%20)= $\%18*0,8 = \%14,40$ olarak hesaplanmıştır.
- Sermaye Maliyeti (RE) = $(RF) + B*(RP) = \%14,00 + 1*\%6,00 = \%20,00$ olarak hesaplanmıştır.

Ayrıca, işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken, 2019 yılında 102,3 gün olan ortalama tahsilat süresinin projeksiyon döneminde 103,3 ila 104,3 gün arasında olacağı; 2019 yılında 45,2 gün olan ortalama stokta kalma süresinin projeksiyon döneminde 46,3 ila 47,5 gün arasında olacağı; 2019 yılında 54,9 gün olan ortalama borç ödeme süresinin projeksiyon döneminde 55,7 ila 56,5 gün arasında olacağı öngörülmüştür.

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da Covid 19 virüs salgını nedeni ile Bayrak Taban'ın bu yılın Mart ayının son haftasından itibaren %25 kapasite ile çalıştığı ve Mayıs ayı ortalarına kadar da bu çalışma düzeninin devam edeceği ancak söz konusu bu dönemin Şirket'in satışlarının içindeki payının nispeten düşük olduğu bir dönem olması nedeniyle ilerleyen dönemde telafi edilebileceğine dikkat çekilmiştir.

İskonto Oranı	
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%

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine göre hesaplanan firma değeri ve birim pay değeri aşağıdaki gibidir:

Terminal Büyüme Oranı	5.00%
Uç Dönem Serbest Nakit Akımları	96.986.123
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri	41.116.889
Firma Değeri	66.043.547
Net Borç (-)	6.133.137
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	59.910.410
Tahmini Birim Pay Değeri	3.74

Değerleme Sonucu

Her iki değerleme yöntemine de eşit ağırlık verilmiştir. **Sonuç olarak Bayrak EBT Taban San. ve Tic. A.Ş. için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde şirket değeri 66,132,597 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 16.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 4,13 TL'ye karşılık gelmektedir.**

Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20,75 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 3,28 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu		
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Pay Başı Fiyat
Piyasa Çarpanları	72,354,785.61	4.52
İNA Analizi	59,910,410.00	3.74
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	66,132,597.81	4.13
İskontolu Şirket Değeri	52,410,083.76	3.28
İskonto Oranı	20.75%	

SONUÇ

InvestAZ olarak görüşümüz,

- 1) Çarpan Analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören yurtiçi benzer şirketlerin seçiminde bazı şirketlerin faaliyet alanlarının Bayrak EBT Taban'ın faaliyetleri ile net benzeşmediği görülmektedir. Bu nedenle yurtdışı şirketlerin çarpanlarının da kullanılmasının uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- 2) İNA analizinde; kullanılan 5 yıllık projeksiyon süresini ve diğer değerlendirme varsayımlarını makul bulmaktayız. Ancak salgın sürecinde %25'lik kapasite kullanımı sonrasında 2020 yılında yıllık %30 ciro büyümesi öngörüsünü iyimser bulmaktayız.
- 3) Satışların projeksiyonu yapılırken 2019 yılındaki büyüme ve yeni yapılacak olan yatırımların etkisi alınarak büyüme öngörüsü yapılması makuldür. Bununla beraber, yeni yatırımların ve yeni ürünlerin katkılarının kırılımlarının verilmesi daha sağlıklı analiz için yararlı olabilirdi.
- 4) Covid-19'un yarattığı olumsuzluk etkisinin Mayıs-Haziran ayları içerisinde büyük ölçüde sona ereceği ve bunun ciro kaybını telafi edeceğine dair tahminin makul olduğunu düşünmekle birlikte, projeksiyon dönemi boyunca belirlenen satış geliri artışlarının tam olarak hangi tahminler doğrultusunda oluşturulduğuna dair detayların ortaya konmasının yerinde olacağını düşünmekteyiz.
- 5) %6 oranındaki hisse senedi piyasası risk priminin ve %5 oranındaki terminal büyüme rakamının makul olduğunu düşünüyoruz.

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda makul düzeyde ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

%20,75 olarak uygulanmış olan halka arz iskontosunu ve halka arz iskontosu ardından ulaşılan 3,28 TL hisse başı halka arz fiyatını, yukarıdaki hususları da dikkate almak kaydıyla makul bulmaktayız.