

Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

27 MAYIS 2020

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Borsa Kodu	BAYRK
Halka Arz Yöntemi	Borsada (In the Exchange)
Talep Toplama Tarihleri	28-29 Mayıs 2020 / Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Miktarı	9.250.000 TL Nominal Değerli Paylar (5.250.000 TL Sermaye Artırımı + 4.000.000 TL Ortak Satışı)
Pay Başına Hisse Fiyatı	3,28 TL
Halka Açıklık Oranı	43,53%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	16.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	21.250.000 TL

Kaynak: KAP, Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2: Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi:

Ortağın Adı / Soyadı / Unvanı	Pay Tutarı	Pay Oranı
Turgut Bayrak	15.604.400	97,53%
İlker Arabacı	395.600	2,47%
TOPLAM	16.000.000	100%

Halka Arz Sonrası:

Ortağın Adı / Soyadı / Unvanı	Pay Tutarı	Pay Oranı
Turgut Bayrak	11.604.400	54,61%
İlker Arabacı	395.600	1,86%
Halka Açık	9.250.000	43,53%
TOPLAM	21.250.000	100%

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

2) Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, ayakkabı tabanı sektöründe faaliyet göstermekte olup, taban sektöründe faylon taban üretimini Türkiye’de ilk gerçekleştiren şirketlerden biridir. 1994 yılında plastik enjeksiyon imalatı ile plastik sektörüne giriş yapan şirket, 1997 yılında taban sektörüne geçiş yapmıştır. Önce PVC taban imalatında büyüyen Bayrak Ebt Taban, ardından Termo taban imalatıyla kapasitesini büyütüp gün geçtikçe sektördeki yerini sağlamlaştırmıştır.

Gelişen teknolojileri ve müşteri tercihlerini zamanında analiz edip 2013 yılında Türkiye’deki ilk Faylon (EVA) taban tesisini kurarak bir ilke imza atan Bayrak Ebt Taban günlük 20.000 çift Faylon (EVA) tabana çıkarmıştır. Faylon taban ile kaliteyi, konforu ve rahatlığı ön planda tutarak tabanda yeni bir trendin de önünü açmıştır. Yenilikçi ve özverili taban üreticisi olarak sektöründe ‘kalite’ ve ‘güven’ ilkeleri ile birlikte bu çalışmalarda vazgeçilmez bir proje ortağı konumuna gelmiştir.

3) Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Tera Yatırım tarafından Metro Yatırım'ın hazırladığı 15 Nisan 2020 tarihli Fiyat Tespit Raporu incelenmiştir. Rapor'da yer alan çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

1. Çarpan Analizi

Bu yöntemle göre, şirketin değeri benzer diğer şirketlerin uygun piyasa çarpanları ile karşılaştırılarak tespit edilmiştir. Hesaplama ağırlıklı olarak kullanılan piyasa çarpanları Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) olarak belirlenmiştir.

Şirketin nakit yaratma kapasitesini iyi bir şekilde yansıtmaması, bir seferlik gelir ve giderlerden ziyade şirketin asıl faaliyetinden elde edilen gelir ve giderleri analize konu etmesi, şirketin gelecekteki kar yaratma kabiliyetini yansıtmaması ve vergilendirmeden kaynaklı gelir ve giderleri elemine etmesi FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasına dayanak olmuştur.

Şirketin karını artıran bir işletme olması, F/K oranının çarpan analizlerinde oldukça yaygın bir şekilde kullanılması gibi etmenler de F/K oranının çarpan analizine konu edilmesine dayanak oluşturmuştur. PD/DD de özellikle bilanço incelerken ilk bakılan oranlardan olması ve şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılması itibarıyla değerlemeye dahil edilmiştir.

Şirketin çarpan analizi ile değerinin tespit edilmesinde, yurtiçinde emsal olan şirketler incelenmiş, benzer şirketler tespit edilirken yurtiçinde kimya, ilaç, petrol, lastik ve plastik ürünler sektöründen şirketin faaliyet alanıyla benzeşen halka açık şirketler tercih edilmiştir. Ana faaliyet konusu ayakkabı tabanı üretimi olan şirketin çarpanları, hem sektör şirketleri ile hem de BİST Ana Pazar şirketleri ile mukayese edilmiştir. Ana Pazar mukayesesinde, finansal sektör ve mükerrer hesaplama olmaması için benzer şirketlerde incelenen sektör şirketleri hariç tutulmuştur. BİST 100 ve Yıldız Pazar ise, içeriğindeki şirketlerin büyüklüğü anlamında çok farklı ölçeklerde olduğundan mukayese edilir bulunmamıştır.

Bu kapsamda yurtiçi emsal şirketler olarak Acıselsan Acıpayam Selülöz, Berkosan Yalıtım, Dyo Boya Fabrikaları, Ege Profil, Ege Plastik, Gediz Ambalaj, İzmir Fırça, Mega Polietilen Köpük, Marshall Boya ve Vernik, Özerden Plastik, Politeknik Metal, Sanifoam Sünger, Sekuro Plastik Ambalaj, Seyitler Kimya, Sodas Sodyum ve Temapol Polimer Plastik analize dahil edilmiştir. Söz konusu hesaplamalar aşağıdaki tablodaki gibi şekillenmiştir.

Tablo 3: BİST Ana Pazar şirket çarpanları ve ulaşılan şirket değerleri

BİST Ana Pazar	Oran (Medyan)	Şirket Değeri (TL)
PD/DD	1,86	42.192.608
FD/FAVÖK	8,63	75.337.005
F/K	18,73	84.216.373
Şirket Verileri (TL)		2019/12
Net Kar		4.496.336
Özkaynaklar		22.684.198
FAVÖK		9.440.132
Net Borç		6.133.137

Tabloda BİST Ana Pazar'da yer alan firmaların 14.04.2020 tarihli çarpan değerleri kullanılmıştır. Şirket çarpanları için KAP'da ilan edilen güncel 2019/12 finansal tabloları dikkate alınarak net kar ve FAVÖK verileri baz alınmıştır.

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Finnet

BİST Emsal Şirketler ve piyasa değerleri 14.04.2020 tarihine göre şu şekildedir:

Tablo 4: BİST Emsal Şirketler çarpanları ve ulaşılan şirket değerleri

BİST Ana Pazar	Oran (Medyan)	Şirket Değeri (TL)
PD/DD	2,22	50.245.499
FD/FAVÖK	8,01	69.502.121
F/K	25,03	112.520.808
Şirket Verileri (TL)		2019/12
Net Kar		4.496.336
Özkaynaklar		22.684.198
FAVÖK		9.440.132
Net Borç		6.133.137

Tabloda BİST emsal şirketlerin 14.04.2020 tarihli çarpan değerleri kullanılmıştır. Şirket çarpanları için KAP’da ilan edilen güncel 2019/12 finansal tabloları dikkate alınarak net kar ve FAVÖK verileri baz alınmıştır.

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Finnet

Çarpan analizinde şirketin BİST Ana Pazar ve BİST Emsal Şirketler ile mukayese edilen tüm rasyolarının ağırlıklı ortalamasına göre ulaşılan sonuçlar aşağıdaki gibidir.

Tablo 5: BİST Emsal Şirketler ve Ana Pazar ulaşılan ortalama şirket değerleri

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değeri (TL)		
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BİST Ana Pazar	42.192.608	75.337.005	84.216.373
BİST Emsal Şirketler	50.245.499	69.502.121	112.520.808
Ortalama Şirket Değeri (TL)	46.219.053	72.419.563	98.368.591
Nihai Şirket Değeri (Eşit Ağırlık) (TL)	72.335.736		
Pay Başına Değer (TL)	4,52		

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Fiyat tespit raporunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde şirket için 5 yıllık bir projeksiyon süresi (2020 – 2024) ele alınmıştır.
- 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020 – 2024 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirket satış gelirleri projeksiyonlarında toplam satışların makroekonomik ve sektörel beklentilerle uyumlu bir şekilde artacağı tahmininde bulunmuştur. Diğer yandan, halka arzdan beklenen gelirin etkisi, ihtiyatlılık ilkesi bakımından değerlemeye alınmamıştır. Şirket açısından mevsimsel olarak ilk çeyrek dönemi satışların en düşük olduğu ve sezona hazırlık yapılan dönemdir. Bu nedenle ilk çeyrekte Covid-19 kaynaklı olarak önemli bir kayba uğramamıştır. Devletin teşvik ve yardımlarına yapılan başvuruların olumsuzlukların negatif etkisini azaltması, Mayıs-Haziran döneminden sonra da salgının etkisinin yitirmesi tahminiyle cironun normale dönmesi beklenmektedir.
- Satılan malın maliyetinin, şirket satışlarına oranı 2017 yılında %75, 2018 yılında %70 ve 2019 yılında %74 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılının tamamı için bu oran %72,08 olarak öngörülmektedir.
- Finansal gelir/gider kalemleri değerlemeye alınmamış, tahminlerde FAVÖK kullanılmıştır. Şirket projeksiyon döneminde esas faaliyet kar marjının %18,3 – 19,1 bandında olmasını öngörmektedir.
- Net İşletme Sermayesi hesaplamasında 2017-2018 yıllarından hareket edilmiş olup; ticari alacaklar, ticari borçlar ve stoklar kalemleri 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken bu periyod için öngörülen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve kullanılmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında risksiz getiri oranında, hem muhafazakarlık hem de projeksiyon dönemi ile uyumlu olması açısından 5 yıllık tahvilin 14.04.2020 tarihli getirisi kullanılmıştır.
- 5 yıllık Hazine tahvilinin 14.04.2020 getirisi %14 alınmıştır.
- Hisse senedi piyasası risk primi oranı %6 olarak alınmıştır.
- AOSM hesaplamasında tüm dönemler için %20'lik vergi oranı kullanılmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.
- Beta değeri 1 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Sermaye maliyeti olarak piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpımının risksiz faiz oranına eklenmesi sonucu; $6,00 * 1 + 14 = 20$ bulunmuştur. Şirketin vergi sonrası borçlanma maliyeti ve borçluluk oranı hesaplamaya dahil edildiğinde ortaya çıkan AOSM oranı %18,72 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 5: İNA Yöntemi Sonuç

Firma Değeri (TL)	66.043.547
Net Borç	6.133.137
Özsermaye Değeri (TL)	59.910.410
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)	3,74

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

3. Sonuç

Metro Yatırım tarafından yapılan değerleme çalışmasında;

- Çarpan Analizi
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Kullanılarak piyasa değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucunda elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılmış olup nihai piyasa değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak Bayrak Taban için şirket değeri, değerleme sonrasında 66.123.073 TL olarak bulunmuştur. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 16.000.000 TL'ye bölündüğüne pay başı firma değeri 4,13 TL'ye denk gelmektedir. Firma değerine %20,75 halka arz iskontosu uygulandığında pay başına firma değeri olarak 3,28 TL'ye ulaşılmaktadır.

Tablo 7: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

DEĞERLEME SONUCU	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)
İNA	72.335.736	50%
Çarpan Analizi	59.910.410	50%
SONUÇ	66.123.073	
Ödenmiş Sermaye	16.000.000	
Pay Değeri	4,13	

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim fiyat 4,13 TL olarak bulunurken, halka arz iskontosu sonrasında (%20,75) hissenin halka arz fiyatı 3,28 TL olarak belirlenmiştir.

4) Görüş

1. Çarpan Analizi

- Piyasa çarpanları yönteminde yurtiçinde halka açık olan emsal şirketler ile BİST Ana Pazar şirketleri kullanılmıştır. Yurtdışından emsal şirketlerin de eklenmesi daha uygun olabilirdi.
- Yurtiçi emsal şirketlerin belirlenmesinde BİST içerisinde kimya, ilaç, petrol, lastik ve plastik ürünler sektöründen şirketlerin ele alınmasını uygun görüyoruz.
- Şirketlerin firma ve özsermaye değerlerine ulaşılmasında kullanılan oranları makul bulmakla beraber, şirketin nakit yaratma kabiliyetini daha iyi yansıtmaları itibarıyla FD/FAVÖK çarpanının da F/K haricinde kullanılmasını da yeterli görmekteyiz.
- Emsal şirketlerin analizinde kullanılan oranlarda uç değerlerin veya bir seferlik değerlerin etkilerinin azaltılması ve yanıltıcı sonuç ortaya çıkartmaması açısından ortalamadan ziyade medyan değerlerin kullanılmasını doğru buluyoruz.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Proforma finansal sonuçlar ve net işletme sermayesi hesaplamasında 5 yıllık bir projeksiyon aralığını uygun buluyoruz.
- İNA metodunda gelir tablosu ve bilanço kalemlerinin tahmin edilmesinde şirket yönetiminin beklentilerinin yanı sıra geçmiş mali analizlerin de kullanılması uygun bir yöntemdir. Şirket yönetimi beklentilerinde mevcut koşulların da dikkate alınması çerçevesinde ihtiyatlılık ilkesinin benimsenmesi ile muhafazakar tahminler oluşturulması makul olmuştur.
- Net işletme sermayesi hesaplamasında Şirket'in son 2 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme sürelerinin kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Risksiz getiri oranında 5 yıllık Hazine tahvilinin rapor tarihinden bir iş günü öncesindeki kapanış değeri yerine 6 aylık ortalama getirisinin kullanılması daha makul olabilirdi.
- Beta katsayısında 1 yerine yurtiçi emsal şirketlerin medyan beta değerinin kullanılmasını daha uygun buluyoruz.
- Terminal büyüme oranı için IMF, OECD, Dünya Bankası gibi resmi kurumların reel GSYH büyüme tahminleri üzerinden ortalama bir değer kullanılması daha uygun olabilirdi.

3. Sonuç

Sonuç olarak; hazırlanan Fiyat Tespit Raporu şirket hakkında yeterli bilgi sağlamaktadır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemlere dayanarak yapılan analizler Fiyat Tespiti Raporu'nda detaylı olarak açıklanmıştır.

Görüş kısmında belirttiğimiz çekinceler haricinde; Fiyat Tespiti Raporu'nda ulaşılan 4,13 TL'lik halka arz birim fiyatının (halka arz iskontosu sonrasında 3,28 TL) makul olduğuna inanıyoruz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak,
İstanbul

Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

research@terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez .

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 “ Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.