

İşbir Sentetik Dokuma Sanayi Anonim Şirketi (“İşbir Sentetik” veya “Şirket”) “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. İşbir Sentetik ve Sağlık Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin kararlarını izahname ve eklerini inceleyerek vermelidirler.**

Halka Arz Yapısı:

İŞBİR SENTETİK HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri - Yöntemi	10-11-12 Kasım 2021 – Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye	125.965.993,92 TL
Sermaye Artırımı	15.500.000 TL
Sermaye Artırımı Sonrası Ödenmiş Sermaye	141.465.993,92 TL
Ortak Satışı	10.350.000 TL
Ek Satış	5.170.000 TL
Halka Arz Toplamı	25.850.000 TL (Ek Pay Satışı Hariç) 31.020.000 TL (Ek Pay Satışı Dahil)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	15,14 TL
Halka Arz İskontosu	21,7 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	11,85 TL
Halka Arz Büyüklüğü	306.322.500 TL (Ek Pay Satışı Hariç) 367.587.000 TL (Ek Pay Satışı Dahil)
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır

Kaynak: İşbir Sentetik İzahname ve Ekleri

İşbir Sentetik Hakkında

Şirket kuruluşundan beri, 53 yıldır endüstriyel amaçla kullanılan ambalaj üretiminde faaliyet göstermektedir. Şirket'in Bigbag ve Halıtabanı olmak üzere iki ana ürün grubu bulunmaktadır. Şirket Türkiye'nin ve Avrupa'nın en büyük Bigbag üretim tesislerinden birine sahiptir. 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla satışların %79,6'sını Bigbag oluşturmaktadır. Bigbag, içerisine doldurulan ürünü koruyan, ürünün naklini ve stoklanmasını kolaylaştıran ambalajlardır. Bigbagların içerisine gıda, maden, kimyasal, petrokimya ve çeşitli ziraat ürünleri konulabilmektedir. 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla Halıtabanı kumaşı, Şirket'in satışlarının %14,6'sını oluşturmaktadır. Şirket Türkiye'de Halıtabanı kumaşını üretip pazara sunan ilk üreticidir. Şirket, duvardan duvara tüfte halı üretimi yapan, tüfte banyo halısı üreten ve suni çim halı üreten şirketlere "1. taban" Halıtabanı üretip satmaktadır. Tüfte halı üretimi yapan şirketler Şirket'ten tedarik etmiş oldukları halı tabanlı kumaşı halı iplikleriyle işlemektedir. Duvardan duvara halının arka yüzüne 2. taban kumaşı yapıştırılmaktadır. Temelde sentetik hammaddelerden olan polipropilen ve polietilen kullanılarak gerçekleştirilen üretim ile Şirket ambalaj sektörü ve teknik tekstil sektöründe yer almaktadır.

Bunların yanı sıra Şirket, entegre tesislerinde tüketimde kullanmak için kurmuş olduğu makinelerde ürettiği PE Film ve Compound ürünlerinin üretim fazlasını da müşterilerine satmaktadır. Şirket 2020 yılında COVID-19 pandemisi nedeniyle ihtiyaç duyulan üç katlı cerrahi maske üretimi de yapmaktadır.

Şirket'in merkezi Çayırhisar Mahallesi Yeni İzmir Caddesi No:29 Altieylül, Balıkesir adresinde bulunan Çayırhisar Fabrikası'dır. Bunun yanında Şirket'e ait ikisi Balıkesir OSB'de farklı lokasyonlarda, üçüncüsü ise Çayırhisar Fabrikası'na yaklaşık 5 km mesafede Atköy, Altieylül, Balıkesir'de olmak üzere üç farklı lokasyonda fabrika binaları bulunmaktadır. Şirket kendisine ait olan bu tesisler dışında Hindistan'da bulunan %99 iştiraki İşbir Mewar tesisinde yaptığı üretim ile yerel fason üreticilerle çalışmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket'in güncel ortaklık yapısı, sermaye tutarları ve yüzdeleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
İşbir Holding A.Ş.	113.033.257,73	89,73	105.443.257,73	74,54	100.273.257,73	70,88
Ali KANTUR	1.644.880,64	1,31	764.880,64	0,54	764.880,64	0,54
Necati KÖKLÜ Mustafa	1.628.175,46	1,29	748.175,46	0,53	748.175,46	0,53
ÖZPEHLİVAN	1.568.231,59	1,24	688.231,59	0,49	688.231,59	0,49
İhsan ÖZDEMİR	242.445,47	0,19	122.445,47	0,09	122.445,47	0,09
Diğer	7.849.003,03	6,23	7.849.003,03	5,55	7.849.003,03	5,55
Halka Açık Kısım	-	0,00	25.850.000,00	18,27	31.020.000,00	21,93
Toplam	125.965.993,92	100	141.465.993,92	100	141.465.993,92	100

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 30.06.2020 ve 30.06.2021 yılları bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2020	01.01.2021
	-	-	-	-	-
	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2020	30/06/2021
Hasılat	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-
Brüt Kar	126.300.405	115.629.210	194.946.615	65.939.862	125.044.377
Genel Yönetim Giderleri	-16.335.520	-23.035.771	-25.789.892	-11.081.990	-26.149.959
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-12.221.779	-12.466.785	-14.906.005	-3.452.112	-7.999.152
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-830.347	-37.544	-1.755.982	-569.327	-2.583.063
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	78.139.469	44.576.132	71.881.139	48.388.051	66.422.727
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-73.313.242	-46.160.966	-38.459.274	-14.864.633	-29.436.313
Esas Faaliyet Karı	101.738.986	78.504.276	185.916.601	84.359.851	125.298.617
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	517.540	312.791	155.639	-	411.142
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/ (zararlarından)	-3.506.851	-1.698.389	-4.925.437	-1.451.950	-
Paylar					
Finansman Geliri Öncesi Faaliyet Karı	98.749.675	77.118.678	181.146.803	82.907.901	125.709.759
Finansman Gelirleri	53.743.218	42.606.812	99.796.379	8.610.725	34.409.316
Finansman Giderleri	-	-	-	-	-
	115.050.832	-77.616.900	179.869.717	-60.851.800	-85.497.960
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	37.442.061	42.108.590	101.073.465	30.666.826	74.621.115
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (Geliri)	-2.855.788	-6.103.687	-21.228.770	-1.099.365	-20.539.345
Dönem Vergi Gideri	-6.424.448	-5.173.896	-20.537.037	-	-18.244.228
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	3.568.661	-929.790	-691.733	-1.099.365	-2.295.117
Dönem Karı	34.586.274	36.004.904	79.844.695	29.567.461	54.081.770

Kaynak: İşbir Sentetik İzahname

Şirket'in brüt kar marjı 2018, 2019 ve 2020 yıl sonlarında sırasıyla %29, %23 ve %33 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt kar marjı 2020 yılının ilk yarısı ve 2021 yılının ilk yarısında ise sırasıyla %25 ve %27 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in net dönem karı, 2018,2019 ve 2020 mali yılları için sırasıyla 34.586.274 TL, 36.004.904 TL ve 79.844.695 TL olarak gerçekleşmiştir. Net kar marjı aynı dönemler için sırasıyla %8, %7 ve %13 olmuştur. Şirket'in net dönem karı 2020 yılının ilk yarısı ve 2021 yılının ilk yarısı itibarıyla sırasıyla 29.567.461 TL ve 54.081.770 TL olarak gerçekleşmiştir. Net Kar marjı aynı dönemler için sırasıyla %11 ve %11 olmuştur.

Karlılık Analizi	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2020	30/06/2021
Net Satışlar	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177
Brüt Kar	126.300.405	115.629.210	194.946.615	65.939.862	125.044.377
Brüt Kar Marjı	29,5%	23,2%	32,7%	24,7%	26,6%
Esas Faaliyet Karı	101.738.986	78.504.276	185.916.601	84.359.851	125.298.617
Faaliyet Kar Marjı	23,8%	15,7%	31,2%	31,5%	26,6%
FAVÖK	107.888.132	86.231.713	195.684.368	88.673.142	134.514.073
FAVÖK Marjı	25,2%	17,3%	32,8%	33,2%	28,6%
Net Kar	34.586.274	36.004.904	79.844.695	29.567.461	54.081.770
Net Kar Marjı	8,1%	7,2%	13,4%	11,1%	11,5%

Kaynak: İşbir Sentetik İzahname

Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.06.2021 yılları özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıda sunulmuştur:

Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	23.218.110	39.833.058	135.977.617	144.236.590
Finansal Yatırımlar	11.198.624	61.763.566	70.814.632	82.953.985
Ticari Alacaklar	137.369.496	136.914.258	188.870.731	271.897.617
Diğer Alacaklar	4.604.346	19.372.786	14.808.510	12.057.576
Stoklar	94.905.286	91.335.661	163.808.068	215.879.451
Peşin Ödenmiş Giderler	1.756.972	3.891.152	2.817.600	9.406.031
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	488.271	7.425	-
Diğer Dönen Varlıklar	17.331.339	14.739.905	27.337.087	30.311.337
Toplam Dönen Varlıklar	290.384.173	368.338.657	604.441.670	766.742.587
Duran Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	17.419.619	67.735.515	-	-
Diğer Alacaklar	10.397.944	10.969.872	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.004.794	3.004.794	-	-
Maddi Duran Varlıklar	149.410.347	141.667.451	186.266.086	188.596.068
Kullanım Hakkı Varlıklar	-	5.572.959	20.057.754	40.107.479
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.922.123	7.210.198	20.868.063	22.872.430
Diğer Duran Varlıklar	144.273	183.651	945.245	661.448
Toplam Duran Varlıklar	182.299.100	236.344.440	228.137.148	252.237.425
Toplam Varlıklar	472.683.273	604.683.097	832.578.818	1.018.980.012
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	142.137.918	183.638.858	285.781.610	350.171.628
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	29.541.058	34.545.603	85.602.320	104.949.785
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	1.409.374	1.518.997	5.390.942	8.970.716
Ticari Borçlar	100.158.521	85.938.265	72.206.775	77.388.915
Türev Araçlar	9.679.613	320.172	2.503.313	919.940
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.821.920	3.636.313	6.303.871	4.535.470
Diğer Borçlar	123.540	213.938	343.003	4.763.334
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	1.357.989	825.697	1.101.472	4.635.698

Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/06/2021
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	3.442.065	224.187	10.467.173	14.548.108
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.117.714	6.752.200	4.656.293	2.748.103
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	553.360	675.021	954.601	1.265.545
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	297.343.072	318.289.251	475.311.373	574.897.242
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	27.753.112	54.684.577	119.018.461	142.493.183
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.346.185	3.604.503	12.667.389	26.667.097
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.026.416	4.995.120	6.124.268	8.074.639
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	796.243	4.117.922	1.488.902	3.723.070
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	35.921.956	67.402.122	139.299.020	180.957.989
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	125.965.994	125.965.994	125.965.994	125.965.994
Sermaye Düzeltme Farkları	3.613.416	3.613.416	3.613.416	3.613.416
Paylara İlişkin Primler	32.009.155	32.009.155	32.009.155	32.009.155
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-9.279.866	-	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	39.457.734	86.864.864	31.986.883	33.192.906
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	-12.806.748	-14.541.647	-18.259.715	-21.902.697
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.927.389	6.300.434	7.484.844	11.445.096
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	-80.055.103	-57.225.396	-44.556.003	24.839.985
Net Dönem Karı	34.586.274	36.004.904	79.844.695	54.055.597
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-120.844	-94.671
Toplam Özkaynaklar	139.418.245	218.991.724	217.968.425	263.124.781
Toplam Kaynaklar	472.683.273	604.683.097	832.578.818	1.018.980.012

Kaynak: İşbir Sentetik İzahname

Şirket'in 2018 yıl sonunda dönen varlıklarının %47,3'ünü ticari alacaklar oluştururken, 2019 yılında %37,2'sini, 2020 yılında %31,2'sini ve 2021 yılının ilk yarısında %35,5'ini ticari alacaklar oluşturmuştur. 2018 yılında Şirket' in stokları toplam dönen varlıklar içerisinde %32,7'lik paya sahip iken 2019 yılında %24,8, 2020 yılında %27,1 ve 2021 yılının ilk yarısında %28,2'lik bir paya sahiptir. 2018 yılında nakit ve nakit benzerlerinin toplam dönen varlıklar içerisindeki payı %8 iken 2019 yılında bu oran %10,8, 2020 yılında ise %22,5 ve 2021 yılının ilk yarısında %18,8 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 yıl sonları ile 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla aktif büyüklüğünün sırasıyla %61, %61, %73 ve %75'ini dönen varlıklar oluşturmaktadır. 2020 ve 2021 yılında dönen varlıkların aktifler içindeki payının artışı, Şirket'in daha fazla stokla çalışma kararından dolayı stok miktarlarının artışı ve faaliyetlerin büyümesi nedeniyle artan ticari alacak ile nakit ve nakit benzerlerinin artışından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in maddi duran varlıklarının toplam varlıklar içerisindeki payı 2018, 2019, 2020 yıl sonları ile 2021 yılının ilk yarısında sırasıyla %32, %23, %22 ve %19 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2018'den 2019'a Şirket'in maddi duran varlıkları %5 düşerken, 2019'dan 2020'ye %31 oranında artış göstermiştir. 2020 yılındaki artışta Şirket'in çatı GES yatırımı ve Şirket'in diğer makine yatırımları önemli rol oynamıştır.

Maddi olmayan duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 2018, 2019, 2020 ve 2021 yılının ilk yarısında sırasıyla %0, %1, %3 ve %2 olarak gerçekleşmiştir. 2018'den 2019'a maddi olmayan duran varlıklar %275 artarken 2019'dan 2020'ye %189 artış gerçekleşmiştir. Şerefiye 2020 yılında yapılan İşbir Mewar şirketinin hisselerinin satın alınması sonrası oluşturulmuş olup gerektiği takdirde geçmişe dönük düzeltme yapılacaktır.

Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki payı 2018, 2019, 2020 ve 2021 yılının ilk yarısında sırasıyla %63, %53, %57 ve %56 olmuştur. Kısa vadeli yükümlülükler içerisindeki en büyük paya sahip kalem kısa vadeli borçlanmalardır. Şirket hem sabit faizle TL hem sabit ve değişken faizli döviz borçlanma gerçekleştirmektedir. 2018'den 2019'a kısa vadeli borçlanmalar %29 oranında, 2019'dan 2020'ye %56 oranında artış göstermiştir. 2020 ve 2021 yıllarında döviz kurlarının artışıyla Şirket'in yabancı para cinsinden olan borçlarının TL değerinde artış yaşanmıştır. Bunun yanı sıra Şirket Türk Eximbank'tan ihracat kredileri kullanmıştır.

Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki payı 2018, 2019, 2020 yılları için sırasıyla %8, %11 ve %17 seviyesindeyken, 30.06.2021 itibarıyla %18'e yükselmiştir. Uzun vadeli yükümlülükler içerisindeki en büyük paya sahip kalem uzun vadeli borçlanmalardır. Uzun vadeli borçlanmaların toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki payı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında ve 30.06.2021 itibarıyla sırasıyla %6, %9, %14 ve %14 olarak gerçekleşmiştir. 2018'den 2019'a uzun vadeli borçlanmalar %97 oranında, 2019'dan 2020'ye %118 oranında artış göstermiştir. Şirket, 2020 ve 2021 yıllarında düşük faizli uzun vadeli kredi garanti fonu garantili krediler kullanmış ve faiz yükünü hafifletmeyi amaçlamıştır. 2020 ve 2021 yıllarında uzun vadeli borçlanmalarda yaşanan artışın ana sebebi bu tür kredilerdir.

Önemli Hususlar

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

1. İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %27,5 - %37,5 arasında bir oranın işletme sermayesi ihtiyacının giderilmesinde kullanılması planlamaktadır. Şirket, yeni yatırımlarının devreye girmesi ile, artan pazar talebine cevap verebilmek amacıyla üretimini arttırmayı hedeflemektedir.

2. Şirketin finansal yükümlülüklerinin azaltılması

Şirket, halka arz gelirinin yaklaşık %47,5 - %52,5 oranındaki kısmını, kısa ve uzun vadeli finansal yükümlülüklerinin bir kısmının geri ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır.

3. Şirket yatırımlarının finanse edilmesi

Şirket, halka arz gelirinin %15-%20 oranında 45 - 60 milyon TL aralığındaki kısmının ise devam eden veya gelecekte yapılabilecek yatırımların finansmanında kullanılmasını hedeflemektedir.

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerleme çalışmasında “Piyasa Çarpanları Analizi” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

“Çarpan Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında;

İşletme Değeri/FAVÖK (“İD/FAVÖK”) oranı kullanılmıştır.

Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda

- Yurtiçi benzer şirketlerin piyasa çarpanları,
- Yurtdışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları,

kullanılmıştır.

Yurtiçi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul’da işlem gören yerli ambalaj şirketleri incelenmiştir ve Olmuksan International Paper, Kaplamin Ambalaj, Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj, Duran Doğan Basım ve Ambalaj, Kartonsan Karton, Bak Ambalaj, Bantas Bandırma Ambalaj, Özerden Plastik, Sekuro Plastik Ambalaj, Eminiş Ambalaj ve Gediz Ambalaj şirketlerinin İD/FAVÖK ve İD/FVÖK çarpanları incelenmiştir. Benzer yurtiçi çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer olan Eminiş ve Gediz Ambalaj çarpanları ortalama hesabına dahil edilmemiştir.

Yurtdışı benzer şirketler analizinde, Capital IQ veri tabanı üzerinden Şirket’e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin İD/FAVÖK ve İD/FVÖK çarpanları incelenmiştir. Benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK çarpanlarında uç değerler elimine edilmiş ve ortalama hesabına dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yöntem	30.06.21 Son 12 Ay İşbir FAVÖK (mn TL)	Çarpan	İşletme Değeri (mn TL)	Net Borç (mn TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
İD/FAVÖK	241,5	9,98x	2.410	-406	2.004	15,9

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yöntem	30.06.21 Son 12 Ay İşbir FAVÖK (mn TL)	Çarpan	İşletme Değeri (mn TL)	Net Borç (mn TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
İD/FAVÖK	241,5	10,38x	2.507	-406	2.101	16,7

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi benzer şirketler çarpanının %50 ve yurtdışı benzer şirketler çarpanının %50 ağırlıklandırılması sonucu şirketin pay başına değeri **16,3 TL** hesaplanmaktadır.

“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) metodu 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.

Gelir Tablosu Projeksiyonu:

Şirket’in bigbag, halı tabanı, PE film, compound ve diğer gelir kalemleri stratejik hedefleri doğrultusunda farklı büyüme oranları kullanılarak modellenmiştir. Tüm segmentler için Şirket’in üretim kapasitesi ve varsa kapasite artırım planları göz önüne alınarak tonaj bazında büyüme oranları belirlenmiştir. Fiyat tarafında ise, 2021 yılı için Şirket’in kalan altı ay için ürün bazında fiyat tahminleri kullanılmıştır. 2022-2025 projeksiyon dönemi boyunca tüm ürün fiyatlarının enflasyon tahminleriyle orantılı olarak artacağı varsayılmıştır.

Satılan malın maliyeti tarafında, Şirket’in hammadde ve mamul, fason hizmet, bakım onarım, sigorta ve diğer giderleri net satışlara oranlanmıştır. Sadece 2021 yılında ilk 6 ay gerçekleşmeler üzerine Şirket’in 2021’in kalan 6 ay için bütçe tahminleri kullanılmış, 2022 yılı için ise her maliyet kaleminin 2018-2021 dönemindeki net satışlara oranının ortalaması kullanılmıştır.

Net İşletme Sermayesi:

İşletme sermayesi modellenirken, işletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket’in 2018-2021 yılları arasındaki gün sayıları hesaplanmıştır. Bu yıllar için ortalama gün sayıları kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi kalemlerinin tutarları hesaplanarak, Şirket’in işletme sermayesi bulunmuştur. Şirket’in net işletme sermayesinin net satışlara oranı 2018, 2019, 2020 ve 30 Haziran 2021 dönemlerinde sırasıyla, %30,7, %33,7, %50,2 ve %91,1 olmuştur. 30 Haziran 2021 döneminde özellikle COVID-19 pandemisi sebebiyle artan net işletme sermayesinin, normalleşme sürecine paralel olarak 2018-2020 seviyelerine geri döneceği tahmin edilmektedir. Bu kapsamda projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesinin net satışlara oranı yaklaşık %40 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Net İşletme Sermayesi ve Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonları								
TL	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Nihai Dönem
Net Satışlar	499.171.421	596.085.748	989.859.969	1.204.978.019	1.442.206.799	1.697.626.732	1.990.678.402	2.090.212.322
Net İşletme Sermayesi	168.156.240	299.112.920	457.342.919	486.105.878	586.185.932	689.795.993	808.643.393	849.075.563
Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar	33,7%	50,2%	46,2%	40,3%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%
Net İşletme Sermayesi Değişim		130.956.680	158.229.999	28.762.958	100.080.054	103.610.062	118.847.399	40.432.170

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Yatırım Harcamaları ve Amortisman:

İşbir Sentetik, yatırım projeksiyonları 2021-2025 yılları için tahmin edilmiştir. Şirket hem maddi hem de maddi olmayan duran varlık yatırımı yapmaktadır. Maddi duran varlık yatırımları büyük oranda makine, teçhizat, kısıtlı olarak da demirbaş ve ofis malzemelerinden oluşmaktadır. Şirket'in mevcut maddi duran varlıklarının her birinin kalan faydalı ömürleri uyarınca amortize olmaya devam edeceği varsayılmıştır.

Şirket, 30 Haziran 2021 donemi itibarıyla 24,5 milyon TL yatırım yapmıştır ve 2021 yılında toplam 32 milyon TL ilave yatırım ile tamamlamayı planlamaktadır. Bununla birlikte Şirket 2022 yılı içerisinde yaklaşık 6 milyon Euro değerinde kapasite artırımı yatırımı yapmayı planlamaktadır. Bu planlanan yatırımlar, 2022 yılı tahmini ortalama EUR/TL kuru ile TL'ye dönülmüş ve yaklaşık 71 milyon TL tutarlı bu yatırımlar 5 senelik faydalı ömür üzerinden amortizasyona tabi tutulmuştur.

Maddi olmayan duran varlık yatırımlarının tamamı, aktifleştirilen ve 5 yıllık faydalı ömür üzerinden amortizasyona tabi tutulan geliştirme giderlerinden oluşmaktadır. Şirket üretim hattındaki makinelerin modernize edilmesine yönelik geliştirme çalışmaları yapmakta, bu sayede üretim sürecinin belirli adımlarında verimlilik artışı ve maliyet azaltımı gibi avantajlar sağlamaktadır.

Yatırım Harcamaları ve Amortisman Giderleri Projeksiyonları					
TL	2021	2022	2023	2024	2025
MDV Yatırımları					
İlave Yatırımlar	32.031.040	70.916.160	-	-	-
İdame Yatırımlar	2.474.650	2.998.779	3.564.372	4.181.024	4.854.563
MODV Yatırımları					
AR-GE Yatırımları	6.348.513	7.300.790	8.395.908	9.655.295	11.103.589
Toplam Yatırımlar	40.854.203	81.215.729	11.960.280	13.836.319	15.958.152
Mevcut Varlıkların Amortisman Giderleri	18.345.949	11.795.016	11.087.457	10.381.729	8.903.736
İlave MDV Amortisman Giderleri		20.589.440	20.589.440	20.589.440	20.589.440
İdame MDV Amortisman Giderleri		1.094.686	1.807.560	2.643.765	3.614.678
AR-GE Amortisman Giderleri		2.729.860	4.409.042	6.340.101	8.560.819
Toplam Amortisman Gideri	18.345.949	36.209.003	37.893.499	39.955.036	41.668.673

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesabında; 2021 yılı risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 25 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %20,33 dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Vergi öncesi borçlanma maliyetinin güncel makroekonomik koşullar ve piyasada kurumsal firmalara fiyatlaması yapılan faiz oranları göz önüne alınarak 2021 yılı için %20 olacağı, sonraki yıllarda ise Şirket'in güncel borçlanma dinamikleri dikkate alındığında risksiz getiri oranının yaklaşık 100 baz puan (%1) üzerinde olacağı varsayılmıştır ve projeksiyon dönemi boyunca bu varsayım korunmuştur.

Şirket'in borç/özkaynaklar oranı belirlenirken, çarpan analizi için seçilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin borçluluk oranı olan %33,33 kullanılmıştır. Kaldıraçsız beta ve borç/özkaynak oranı üzerinden hesaplanan kaldıraçlı beta değeri, Şirket'in efektif vergi oranının projeksiyon dönemi içinde farklı olmasından dolayı değişkenlik göstermektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplaması aşağıdaki tabloda sunulmaktadır;

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması						
	2021	2022	2023	2024	2025	Nihai Dönem
Risksiz Getiri Oranı	20,33%	18,77%	17,21%	15,65%	14,09%	14,09%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Borç/Özkaynaklar	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Kaldıraçlı Beta	0,83	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84
Efektif Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%
Sermaye Maliyeti	24,88%	23,35%	21,84%	20,28%	18,72%	18,72%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	20,00%	19,77%	18,21%	16,65%	15,09%	15,09%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	15,00%	15,22%	14,57%	13,32%	12,07%	12,07%
AOSM	21,59%	20,64%	19,42%	17,96%	16,51%	16,51%

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonuçları

İndirgenmiş Nakit Akımları						Nihai Dönem Değerleri
TL	2021 Son 6 Ay	2022	2023	2024	2025	
Net Satışlar	519.451.790	1.204.978.019	1.442.206.799	1.697.626.732	1.990.678.402	2.090.212.322
Yıllık Büyüme		21,70%	19,70%	17,70%	17,30%	5,00%
FVÖK	153.220.863	297.418.649	347.031.368	414.740.425	493.507.985	518.183.384
FVÖK Marjı	29,50%	24,70%	24,10%	24,40%	24,80%	
Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	114.915.647	229.012.360	277.625.094	331.792.340	394.806.388	411.129.471
Amortisman	9.130.493	36.211.736	37.904.462	39.978.606	41.716.670	48.074.049
NIS değişimi	-28.596.020	-28.762.958	-100.080.054	-103.610.062	-118.847.399	-40.432.170
Yatırım Harcamaları	-36.829.669	-81.229.395	-12.001.425	-13.899.362	-16.080.285	-48.074.049
Serbest Nakit Akımı (SNA)	58.620.451	155.231.742	203.448.077	254.261.523	301.595.373	370.697.301
İndirgeme Oranı (AOSM)	21,59%	20,64%	19,42%	17,96%	16,51%	16,51%
İndirgenmiş SNA Değerleri	53.162.836	116.692.003	128.070.353	135.686.757	138.145.518	
SNA İndirgenmiş Değer	571.757.467					

Toplamı	
Terminal Büyüme Oranı	5%
İndirgenmiş Terminal	
Değer	1.475.854.662
Firma Değeri	2.047.612.128
Net Borç Tutarı	406.061.834
Özsermaye Değeri -	
30.06.2021 İtibarıyla	1.641.550.294
Değerleme Tarihi	
İtibarıyla Özkaynak	
Değerleme Faktörü	1.07
Özsermaye Değeri -	
26.10.2021 İtibarıyla	1.762.716.401
1 Kuruş Nominal Değerli	
Pay Adedi	12.597
1 TL Nominal Değerli Pay	
Başına Değer	13,99

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Projeksiyon dönemi boyunca değişen AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.06.2021 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 30.06.2021 tarihindeki özsermaye değeri 1.641.550.294 TL olarak hesaplanmıştır. 30.06.2021 itibarıyla özsermaye değeri üzerinden %24,88 yıllık büyüme oranı ile hesaplanan 26.10.2021 tarihindeki özsermaye değeri 1.762.716.401 TL'dir. İNA değerlemesi sonucu hesaplanan pay başına fiyat 13,99 TL'dir.

Sonuç

İşbir Sentetik şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %50 ile Piyasa Çarpanları %50'şer oran verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır:

Yurtiçi Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	9,98x
30 Haziran 2021 Son 12 Ay FAVÖK (TL)	241.525.299
İşletme Değeri (TL)	2.409.721.843
Yurtdışı Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	10,38x
30 Haziran 2021 Son 12 Ay FAVÖK (TL)	241.525.299
İşletme Değeri (TL)	2.507.024.545
Ağırlıklı İşletme Değeri - Çarpanlar	2.458.373.194
Net Borç	(406.061.834)
İşbir Piyasa Değeri - Çarpanlar	2.052.311.360
İşbir Piyasa Değeri - İNA	1.762.716.401
%50 Çarpan %50 İNA Ağırlıklı Piyasa Değeri	1.907.513.881
Pay Adedi	125.965.994
Pay Başına Fiyat (TL)	15,14
Halka Arz Fiyatı (TL)	11,85
İskonto Oranı	21,7%

Kaynak: İşbir Sentetik Fiyat Tespit Raporu

Genel Değerlendirme

- ✓ İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda, Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir.
- ✓ Değerleme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ Piyasa Çarpanları Yöntemi değer hesaplamasında, Şirket'in verileri olarak yıllıklandırılmış son 12 ay verilerinin kullanılmasını uygun bulmaktayız.
- ✓ Piyasa Çarpanları Yönteminde kullanılan İD/FAVÖK çarpanının esas alınmasını makul bulmakla birlikte, F/K çarpanının da dikkate alınmasının daha sağlıklı sonuçlar verebileceğini düşünmekteyiz.
- ✓ İNA analizinde Şirket'in tüm ürün segmentleri için üretim kapasitesi ve varsa kapasite artırım planları göz önüne alınarak tonaj bazında büyüme oranları belirlenerek satış projeksiyonlarının yapılmasını makul bulmaktayız.
- ✓ Şirket'in net işletme sermayesinin net satışlara oranı 2018, 2019, 2020 ve 30 Haziran 2021 dönemlerinde sırasıyla, %30,7, %33,7, %50,2 ve %91,1 olarak gerçekleşmiş ve projeksiyon döneminde normalleşmenin de etkisiyle %40 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Net işletme sermayesi projeksiyonlarının farklılaşması durumunda değerlemenin de farklı sonuç verebileceğini belirtmek isteriz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemine %50 ve %50 ağırlık verilmesini makul bulmaktayız.

Sonuç

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değerine %21,7 iskonto uygulanmış 11,85 TL pay başına değeri, yukarıda belirtilen hususlar dışında, makul bulmaktayız.

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 sonuçlar doğurmayabilir.