

‘BAYRAK EBT TABAN SANAYİ Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Bayrak Taban” ve/veya “Şirket”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket 1993 yılında Bayrak Plastik San. Tic. Ltd. Şti. olarak kurulmuştur. İlk faaliyet alanı plastik eşya üretimi olan Şirket, 1997 yılında ayakkabı tabanı üretimine başlamıştır. 2019 yılı sonunda Şirket ticaret unvanını Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirmiş olup, şirket’in yeni unvanı 23/01/2020 tarihinde tescil ve 29/01/2020 tarih 10004 sayılı TTSG’de ilan edilmiştir.

Şirket, ayakkabı tabanı sektöründe faaliyet göstermekte olup, taban sektöründe faylon taban üretimini Türkiye’de gerçekleştiren ilk şirketlerden biridir. Tabanlar, topuklar, sayalar gibi aksam ve parçalar da ayakkabı sanayii içinde yer almaktadır. Saya, ayakkabının ayağı saran, yumuşak üst bölümüdür. Saya parçaları modele göre değişir ve her bir parça tıraşlama ve markalama gibi işlemlerden geçirilip dikilir. Dikilin sayanın, ayakkabı kalıbına tutturulması işlemi, ‘montaj’ aşamasında gerçekleştirilmektedir. Sayların kalıplara tutturulmasını takip eden aşama ise ayakkabı tabanının birleştirilmesidir. En son aşamada, tabanı birleştirilmiş olan ayakkabı temizlenir, ipliklerinden ve artık malzemeden arındırılır ve boyanıp cilalanır.

Şirket’in faaliyet gösterdiği ayakkabı taban sektöründeki bazı taban çeşitleri şunlardır;

Termo (Termoplastik taban) fiziksel özellikleri işlenmiş kauçukla benzerlik gösteren bu malzeme, işlenmesi zor ve fiyatları yüksek olan kauçuk tabanlara en büyük alternatifi oluşturmaktadır. Ayakkabıcılıkta “termo taban” diye adlandırılan bu tabanlar; yüksek aşınma dayanımı, yüksek kayma direnci, kolay şekillendirilebilme ve geri dönüşüm imkânı gibi özelliklere sahiptir.

Faylon Taban; EVA (Etilen Vinil Asetat) hammaddesinin içine kauçuk konarak malzemenin esnek ve dirençli bir yapıya kavuşması ile elde edilen bir taban çeşididir. Bu işlem sonrasında üretilen faylon taban aşınmaya karşı duyarlı, renk kaybı olmayan, kırılma ve darbelere karşı yüksek direnci sayesinde spor ayakkabılarda yüksek oranda kullanılmaktadır. Bu malzemenin içyapısı gözenekli süngerimsi bir özelliktedir. En üstün özelliği düşük yoğunluğu olan bu malzeme esnek bir yapıya sahiptir. Yapı itibarıyla üzerinde bakteri üretmediği için son derece sağlıklıdır. Isı ve soğuk geçirmeme özelliğine sahiptir. Doğaya saygılı bir malzeme olup, geri dönüşümlüdür. Faylon, hafifliği ve yüksek esneklik yapısı sayesinde kırılmaması ve konfor ihtiyacına cevap vermesi nedeni ile ürünün dünya çapında kullanımının artmasına sebep olmuştur.

E-TPU Taban: bu teknolojinin temelinde, yastıklama malzemesi yer almaktadır. Katı granül malzeme (TPU) şişirilerek ayakkabının ayırt edici orta tabanını oluşturan binlerce küçük enerji kapsülüne dönüştürülmektedir. Bu sayede elde edilen hücre yapıları sayesinde, bu enerji kapsülleri atılan her adımda daha fazla enerji depolamakta ve her adımda geri vermektedir.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

1998 yılında 4.000 adet-çift/gün tek renk termo taban üretimi, 1999-2002 yılları arasında 6.000 adet-çift/gün tek renk termo taban üretimine ulaşmıştır. 2002-2018 yılları arasında tek renk termo taban üretimi 4.000 adet-çift/gün seviyesindedir. 1999-2002 yılları arasında 2.000 adet-çift/gün iki renkli termo taban üretimi, 2006-2018 döneminde 6.000 adet-çift/gün iki renkli taban üretimine ulaşmıştır. Ayrıca 2006-2018 döneminde 3.000 adet-çift/gün üç renkli termo taban üretimi de yapılmıştır. Şirket 2018 yılından sonra ise termo taban üretimini sonlandırarak, tamamen daha yeni teknoloji faylon taban üretimine odaklanmıştır.

2015 yılından itibaren başlayan faylon taban üretimi 3.000 adet-çift/gün iken 2016 yılında 16.000 adet-çift/gün tek renk üretimine ulaşmıştır. 2019 yılında aynı kapasitede devam etmektedir. 2015 yılında 800 adet-çift/gün alt yapıştırırmalı faylon taban üretimi 2016 yılında 4.000 adet-çift/gün'e ulaşmıştır. 2019 yılında aynı kapasite devam etmektedir.

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

Faylon taban ürün yelpazesinde tek renk ve alt yapıştırırmalı olarak iki çeşit vardır. Sektörde ana grup Kış ve Yaz sezonunu, ara grup ise İlkbahar ve Sonbahar sezonunu ifade etmektedir. Şirket ana gruba %80, ara gruba %20 model çalışmaktadır. Bu gruplar taban numaraları olarak bebe 20-25, patik 26-30, filet 30-35, zenne 36-40, garson 36-40, merdane 40-44, battal boy 45-48 numaralardan oluşmaktadır. Ara gruplar içerisinde birbirinden farklı 300'ün üzerinde model vardır. Şirket'in ana grup ve ara grup modellerinden oluşan toplam 1.500 adet kalıbı bulunmaktadır. Şirket 2018 yılından itibaren faylon taban üretiminde yoğunlaşmış ve faylon taban üretmeye başladığı günden beri ithal faylon kalıpları yaptırmış ve yaptırmaya devam etmektedir. Faylon kalıpların ve Termo alt yapıştırma kalıplarının mülkiyeti tamamen Şirket'e aittir.

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

1. Yeni yatırımlar: %30
2. Taban makinesi ve kalıp yatırımları: %10
3. Hammadde üretim ve sıfır atık tesislerinin kurulması: %10
4. İşletme sermayesi ihtiyacının karşılanması: %50

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Değerleme çalışmasında Bayrak Taban'ın 2019, 2018 ve 2017 yılları mali tabloları kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemleri eşit ağırlıklar verilerek kullanılmıştır. Bulunan değer üzerinden de %20.75 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

Çarpan Analizi

Çarpan Analizinde BIST Ana Pazar Şirketleri'nin ve yurtiçi benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde BIST Ana Pazar ve yurtiçi çarpan ağırlıkları %50-50 olacak şekilde eşit olarak alınmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizinde "Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)", "Fiyat Kazanç (F/K)" ve "Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)" oranlarına yer verilmiştir. BIST Ana Pazar Şirketleri değerlemesinde, Bayrak Taban'ın faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmasının önüne geçilmesi adına yurt içi benzer şirketler değerlemesinde kullanılan şirketler değerlendirme çalışmasında hariç tutularak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi*			
Piyasa Değerleri, TL	<u>PD/DD</u>	<u>FD/FAVÖK</u>	<u>F/K</u>
1) BİST Ana Pazar	42,192,608	75,337,005	84,216,373
2) Yurt İçi 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, eşit ağırlık ile	72,335,736		
Birim pay değeri	4.52		

* 14.4.2020 fiyatlara göre hesaplanmıştır

1) BIST Ana Pazar Çarpan Analizi*	
PD/DD Medyan Çarpan (x)	1.86
Özsermaye, 2019 (TL)	22,684,198
Şirket Değeri (TL)	42,192,608
FD/FAVÖK Medyan Çarpan (x)	8.63
FAVÖK, 2019 (TL)	9,440,132
Firma Değeri (TL)	81,470,142
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-6,133,137
Şirket Değeri (TL)	75,337,005
F/K Medyan Çarpan (x)	18.73
Net Kar, 2019 (TL)	4,496,336
Şirket Değeri (TL)	84,216,373
BİST Ana Pazar - Eşit Ağırlıklı Ortalama	67,248,662

* 14.4.2020 fiyatlara göre hesaplanmıştır

2) Yurt içi Benzer Şirketler Çarpan Analizi*	
PD/DD Medyan Çarpan (x)	2.22
Özsermaye, 2019 (TL)	22,684,198
Şirket Değeri (TL)	50,245,499
FD/FAVÖK Medyan Çarpan (x)	8.01
FAVÖK, 2019 (TL)	9,440,132
Firma Değeri (TL)	75,635,258
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	-6,133,137
Şirket Değeri (TL)	69,502,121
F/K Medyan Çarpan (x)	25.03
Net Kar, 2019 (TL)	4,496,336
Şirket Değeri (TL)	112,520,808
Yurt İçi Benzer Şirketler - Eşit Ağırlıklı Ortalama	77,422,809

* 14.4.2020 fiyatlara göre hesaplanmıştır

Yurt içi benzer şirketler*				
<u>Şirket</u>	<u>Hisse Kodu</u>	<u>PD/DD</u>	<u>FD/FAVÖK</u>	<u>F/K</u>
Acıselsan Acıpayam Selüloz	ACSEL	1.51	9.64	6.81
Berkosan Yalıtım Ve Tecrit	BRKSN	1.63	24.29	
Dyo Boya	DYOBY	2.33	4.50	21.53
Ege Profil	EGPRO	2.10	6.15	24.11
Egeplast	EPLAS	4.34	9.46	99.89
Gediz Ambalaj	GEDZA	1.26	3.73	7.35
İzmir Fırça	IZFAS	1.75	7.88	55.13
Mega Polietilen Köpük	MEGAP	0.93	2.34	3.66
Marshall	MRSHL	5.80	7.17	25.94
Özerden Plastik Sanayi	OZRDN	2.52	102.36	
Politeknik Metal	POLTK	8.40	29.52	65.56
Sanifoam Sünger	SANFM	5.00	10.84	26.09
Sekuro Plastik	SEKUR	0.86	5.19	26.20
Seyitler Kimya	SEYKM	6.02	25.86	34.63
Sodaş Sodyum	SODSN	3.89	5.99	10.79
Temapol Polimer Plastik	TMPOL	2.02	8.14	4.35
Medyan		2.22	8.01	25.03

* 14.4.2020 kapanışları dikkate alınarak 2019 sene sonu değerleri dikkate alınarak hesaplanmıştır

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA metodunda, 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Bayrak Taban yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2024 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM)	
Risksiz Faiz Oranı	%14.00
Piyasa Risk Primi	%6.00
Beta	1.00
Sermaye Maliyeti	%20.00
Borçlanma Maliyeti	%14.40
Borçluluk Oranı*	%22.72
AOSM	%18.72

* 2019 sene sonu itibarıyla

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Net Satışlar	50,402,667	63,003,333	75,604,000	86,944,600	95,639,060
Yıllık büyüme	%30.00	%25.00	%20.00	%15.00	%10.00
Satışların Maliyeti	-36,329,892	-46,015,895	-54,856,956	-63,293,717	-69,508,569
Brüt Kar	14,072,775	16,987,438	20,747,044	23,650,883	26,130,491
Brüt marj	%27.92	%26.96	%27.44	%27.20	%27.32
Faaliyet Giderleri	-4,844,038	-4,976,388	-6,618,861	-7,239,553	-8,168,184
Esas Faaliyet Karı	9,228,737	12,011,050	14,128,183	16,411,330	17,962,307
Vergi	-2,030,322	-2,402,210	-2,825,637	-3,282,266	-3,592,461
Yatırımlar	-1,756,329	-3,128,884	-3,421,605	-3,943,086	-4,513,353
Çalışma sermayesi değişimi	-3,410,247	-3,139,434	-3,472,141	-2,935,914	-2,350,643
Amortisman	3,128,884	3,421,605	3,943,086	4,513,353	5,170,534
Serbest Nakit Akışı	5,160,722	6,762,127	8,351,886	10,763,417	12,676,384
İndirgeme Oranı	%18.72	%18.72	%18.72	%18.72	%18.72
İndirgeme Katsayısı	0.84	0.71	0.60	0.50	0.42
İndirgenmiş Nakit Akımları	4,346,829	4,797,419	4,990,809	5,417,497	5,374,104
İNA Toplamı, (1)	24,926,658				
Terminal büyüme oranı	%5.0				
Uç dönem serbest nakit akımı	96,986,123				
İndirgenmiş uç dönem (2)	41,116,889				
Firma Değeri (1+2)	66,043,547				
Net Borç	6,133,137				
Nihai Şirket Değeri	59,910,410				
Birim Pay Değeri	3.74				

SONUÇ:

Çarpan Analizi ve İNA hesaplamalardan çıkan değerlerin eşit ağırlıklandırılması sonucu 66.123.073 TL şirket değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **4,13 TL** olarak hesaplanmıştır. Halka arz fiyatı ise %20,75 iskonto ile **3,28 TL** olarak belirlenmiştir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM)

	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)	Pay Başına
İNA	%50	59,910,410	3.74
Çarpan Analizi	%50	72,335,736	4.52
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		66,123,073	4.13
İskonto Oranı		%20.75	
İskontolu Şirket Değeri		52,402,535	3.28

* 2019 sene sonu itibarıyla

Bayrak Taban için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte;

- 1Ç20 itibarı ile %16 ciro büyümesi kaydedilmesine ve Covid-19 nedeni ile Mart sonundan itibaren Nisan ve Mayıs aylarında kapasitenin %25 ile çalıştırılmış olmasına rağmen 2020 yılı için %30 ciro artışı öngörüsünde kullanılan varsayımların detaylı olarak paylaşılmasının daha açıklayıcı olacağını düşünüyoruz.
- Değerlemede kullanılan FAVÖK hesaplamasında Esas Faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin öngörülebilirliğinin düşük olması nedeniyle dâhil edilmesinin uygun olmadığını düşünüyoruz.
- Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Bayrak Taban'dan uzak olduğunu değerlendiriyoruz.
- Benzer şirketler referans alınarak gerçekleştirilen PD/DD, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları analizinde yurt içi benzer şirketlere ek olarak yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin de kullanılmasının daha doğru sonuç vereceği kanaatindeyiz.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında, uygulanan iskonto oranının ve 3,28 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, 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. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020