

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.	
Borsa Kodu	ISSEN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %35 Yurt İçi Yüksek Başvurulu Bireysel : %23 Şirket Çalışanları : %2 Yurt İçi Kurumsal : %30 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	10-12 Kasım 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	125.965.994 TL
Sermaye Artırımı	15.500.000 TL
Ortak Satışı	10.350.000 TL
Ek Satış	5.170.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	141.465.994 TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	18,27%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	21,93%
Talep Toplama Fiyatı	11,85 TL
Halka Arz Büyüklüğü	306.322.500 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	367.587.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.492.697.028 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.676.372.028 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç2	14,31
FD/FAVÖK1 2021Ç2	9,28
FD/FAVÖK2* 2021Ç2	7,86
PD/DD 2021Ç2	5,67

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç2	16,07
FD/FAVÖK1 2021Ç2	9,28
FD/FAVÖK2* 2021Ç2	7,86
PD/DD 2021Ç2	3,75

\*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

## Özet Bilgi

- İş Sentetik, 5 Ekim 1968 tarihinde Balıkesir merkezli olarak kurulmuştur. Şirket, plastik sektörünün alt sektörlerinden biri olan endüstriyel ambalaj ile teknik tekstil alanlarında faaliyet göstermektedir.
- Şirket, endüstriyel ambalaj altında sınıflanan esnek, orta boy, dökme yük konteynerleri (FIBC veya bigbag) ürünlerinin üretim ve satışını yapmaktadır. Bigbag'ler, içerisine doldurulan ürünü yabancı madde, UV ve neme karşı koruyan, ürünün naklini ve stoklanmasını kolaylaştıran, doldurma ve boşaltma kolaylığının yanı sıra seviyede kullanım güvenliği sağlayan yüksek mukavemetli esnek ambalajlar olup madencilik, kimya, gıda ve petrokimyevi maddeler sektörlerinde ürün nakliyesi ve depolanması amacıyla kullanılmaktadır.
- Şirket teknik tekstil alanında da faaliyet göstermektedir. Şirket halı dokumacılığında kullanılan halıtabanı üretimi yapmakta olup bu alanda yurt içinde üretim yapan az sayıda firmadan bir tanesidir. Üretilen ürünler ağırlıklı olarak (2020 yılsonu itibarıyla %85,8'i; 30 Haziran 2021 sonu itibarıyla %76,6'sı) yurt içindeki duvardan duvara halı üreticilerine satılmaktadır.
- Şirket entegre tesislerinde, iç tüketimi karşılamak için kurmuş olduğu makinelerde PE Film ve compound üretimi yapmakta ve bu ürünlerin iç tüketimde kullanılmayan kısmını müşterilerine satmaktadır.
- Ayrıca Şirket, 2020 yılında yaşanan COVID-19 pandemisiyle beraber 3 katlı cerrahi maske üretimi ve satışına başlamıştır.
- Şirket halıtabanı üretiminin tamamını Balıkesir'de bulunan tesislerinde yaparken, bigbag üretiminin büyük kısmını Türkiye'de, küçük bir kısmını ise Hindistan'da bulunan üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Şirket doğrudan yaptığı satışlara ek olarak, ihale yoluyla ve yurtdışında bulunan iştirakleri vasıtasıyla da satış yapmaktadır.

## Ortaklık Yapısı

İşbir Sentetik Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar						
İşbir Holding A.Ş.	113.033.258	89,73%	105.443.258	74,54%	100.273.258	70,88%
İşbir Sünger Sanayi A.Ş.	3.027.973	2,40%	3.027.973	2,14%	3.027.973	2,14%
Osman Atay Kuzucuoğlu	1.648.059	1,31%	1.648.059	1,16%	1.648.059	1,16%
Ali Kantur	1.644.881	1,31%	764.881	0,54%	764.881	0,54%
Necati Köklü	1.628.175	1,29%	748.175	0,53%	748.175	0,53%
Mustafa Özpehlivan	1.568.232	1,24%	688.232	0,49%	688.232	0,49%
İhsan Özdemir	242.445	0,19%	122.445	0,09%	122.445	0,09%
Diğer	3.172.971	2,52%	3.172.971	2,24%	3.172.971	2,24%
Halka Açık Kısım		0,00%	25.850.000	18,27%	31.020.000	21,93%
<b>Toplam</b>	<b>125.965.994</b>	<b>100,0%</b>	<b>141.465.994</b>	<b>100,0%</b>	<b>141.465.994</b>	<b>100,0%</b>

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Halka arz gelirinin;

- %27,5-%37,5'i ile işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması,
- %47,5-%52,5'i ile kredi borçlarının geri ödenmesi
- %15-%20'sinin ise yatırımlar kapsamında kullanılması planlanmaktadır.

## Mali Tablolar

İşbir Sentetik Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/06
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>290.384.173</b>	<b>368.338.657</b>	<b>604.441.670</b>	<b>766.742.587</b>
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
<i>Kullanımı kısıtlı banka bakiyeleri</i>	<i>11.198.624</i>	<i>61.763.566</i>	<i>70.814.632</i>	<i>82.953.985</i>
Ticari alacaklar	137.369.496	136.914.258	188.870.731	271.897.617
<i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>3.746.396</i>	<i>1.230.959</i>	<i>9.659.033</i>	<i>5.684.646</i>
<i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>	<i>133.623.100</i>	<i>135.683.299</i>	<i>179.211.698</i>	<i>266.212.971</i>
Diğer alacaklar	4.604.346	19.372.786	14.808.510	12.057.576
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>415.000</i>	<i>16.748.722</i>		
<i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>4.189.346</i>	<i>2.624.064</i>	<i>14.808.510</i>	<i>12.057.576</i>
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 ilgili varlıklar		488.271	7.425	
Diğer dönen varlıklar	17.331.339	14.739.905	27.337.087	30.311.337
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>182.299.100</b>	<b>236.344.440</b>	<b>228.137.148</b>	<b>252.237.425</b>
Finansal Yatırımlar	17.419.619	67.735.515		
<i>Gerçeğe uygun değ. Farkı kar/zarara yan. Fin. Varlıklar</i>	<i>17.419.619</i>	<i>67.735.515</i>		
Diğer alacaklar	10.397.944	10.969.872		
<i>İlişkili taraflardan diğer alacaklar</i>	<i>10.397.944</i>	<i>10.969.872</i>		
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 varlıkları		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
<i>Şerefiye</i>			<i>7.588.495</i>	<i>7.588.495</i>
<i>Diğer maddi olmayan duran varlıklar</i>	<i>1.922.123</i>	<i>7.210.198</i>	<i>13.279.568</i>	<i>15.283.935</i>
Diğer duran varlıklar	144.273	183.651	945.245	661.448
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>472.683.273</b>	<b>604.683.097</b>	<b>832.578.818</b>	<b>1.018.980.012</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/06
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>297.343.072</b>	<b>318.289.251</b>	<b>475.311.373</b>	<b>574.897.242</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	142.137.918	183.638.858	285.781.610	350.171.628
Kiralama işlemlerinden borçlar	1.409.374	1.518.997	5.390.942	8.970.716
Uzun vadeli boryanmaların kısa vadeli kısımları	29.541.058	34.545.603	85.602.320	104.949.785
Ticari borçlar	100.158.521	85.938.265	72.206.775	77.388.915
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	4.807.665	6.424.547	507.233	507.231
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	95.350.856	79.513.718	71.699.542	76.881.684
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
<i>İlişkili taraflara diğer borçlar</i>		82.865	195.845	4.747.874
<i>İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar</i>	123.540	131.073	147.158	15.460
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	1.357.989	825.697	1.101.472	4.635.698
Türev araçlar	9.679.613	320.172	2.503.313	919.940
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
<i>Diğer kısa vadeli karşılıklar</i>	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
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>35.921.956</b>	<b>67.402.122</b>	<b>139.299.020</b>	<b>180.957.989</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	27.753.112	54.684.577	119.018.461	142.493.183
Kiralama işlemlerinden borçlar	4.346.185	3.604.503	12.667.389	26.667.097
Uzun vadeli karşılıklar				8.074.639
<i>Çalışanlara sağ. uzun vadeli fay. ilişkin karş.</i>	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
<b>Özkaynaklar</b>	<b>139.418.245</b>	<b>218.991.724</b>	<b>217.968.425</b>	<b>263.124.781</b>
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	139.418.245	218.991.724	218.089.269	263.219.452
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 ilişkin primler	32.009.155	32.009.155	32.009.155	32.009.155
Ortak kontrole tabii teşebbüs veya işletmeleri iç. birleşme et.	-9.279.866			
Kar veya zararda yen. sınıflandırılma. Diğ. Kap. gel./ (gid.)				
<i>Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları</i>	42.468.210	42.468.210	35.708.516	37.158.331
<i>Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları</i>	-3.010.476	-3.533.484	-3.721.633	-3.965.425
<i>Gerçeğe uyg. değ. farkı diğ. kap. gelire yan. fin. var. kaz. (kay.)</i>		47.930.138		
Kar veya zararda yeniden sınıfl. diğer kap. gid.				
<i>Özkaynak yön. değ. yat. diğ. kap. gel. kâr (zararda) sınıf. paylar</i>	222.680	171.331		
<i>Yabancı para çevrim farkları</i>	-13.029.428	-14.712.978	-18.259.715	-21.902.697
Kardan ayrılmış 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
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>472.683.273</b>	<b>604.683.097</b>	<b>832.578.818</b>	<b>1.018.980.012</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İşbir Sentetik Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Hasılat	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177	799.001.408
Yıllık Değişim		16,5%	19,4%		75,9%	
Satışların Maliyeti	-302.073.237	-383.542.211	-401.139.133	-201.552.655	-345.363.800	-544.950.278
Yıllık Değişim		27,0%	4,6%		71,4%	
<b>Brüt Kar</b>	<b>126.300.405</b>	<b>115.629.210</b>	<b>194.946.615</b>	<b>65.939.862</b>	<b>125.044.377</b>	<b>254.051.130</b>
Yıllık Değişim		-8,4%	68,6%		89,6%	
Brüt Kar Marjı	29,5%	23,2%	32,7%	24,7%	26,6%	31,8%
Genel Yönetim Giderler	-16.335.520	-23.035.771	-25.789.892	-11.081.990	-26.149.959	-40.857.861
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-12.221.779	-12.466.785	-14.906.005	-3.452.112	-7.999.152	-19.453.045
Araştırma Geliştirme Giderleri	-830.347	-37.544	-1.755.982	-569.327	-2.583.063	-3.769.718
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>96.912.759</b>	<b>80.089.110</b>	<b>152.494.736</b>	<b>50.836.433</b>	<b>88.312.203</b>	<b>189.970.506</b>
Yıllık Değişim		-17,4%	90,4%		73,7%	
Faaliyet Kar Marjı	22,6%	16,0%	25,6%	19,0%	18,8%	23,8%
Amortisman	6.149.146	7.655.517	9.767.766	4.313.291	9.215.456	14.669.931
<b>FAVÖK1</b>	<b>103.061.905</b>	<b>87.744.627</b>	<b>162.262.502</b>	<b>55.149.724</b>	<b>97.527.659</b>	<b>204.640.437</b>
Yıllık Değişim		-14,9%	84,9%		76,8%	
FAVÖK1 Marjı	24,1%	17,6%	27,2%	20,6%	20,7%	25,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	78.139.469	44.576.132	71.881.139	48.388.051	66.422.727	89.915.815
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-73.313.242	-46.160.966	-38.459.274	-14.864.633	-29.436.313	-53.030.954
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>101.738.986</b>	<b>78.504.276</b>	<b>185.916.601</b>	<b>84.359.851</b>	<b>125.298.617</b>	<b>226.855.367</b>
Yıllık Değişim		-22,8%	136,8%		48,5%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>107.888.132</b>	<b>86.159.793</b>	<b>195.684.367</b>	<b>88.673.142</b>	<b>134.514.073</b>	<b>241.525.298</b>
Yıllık Değişim		-20,1%	127,1%		51,7%	
FAVÖK2 Marjı	25,2%	17,3%	32,8%	33,1%	28,6%	30,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	517.540	312.791	155.639		411.142	566.781
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar./(Zar.) Paylar	-3.506.851	-1.698.389	-4.925.437	-1.451.950		-3.473.487
<b>Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faal. Karı</b>	<b>98.749.675</b>	<b>77.118.678</b>	<b>181.146.803</b>	<b>82.907.901</b>	<b>125.709.759</b>	<b>223.948.661</b>
Finansman Gelirleri	53.743.218	42.606.812	99.796.379	8.610.725	34.409.316	125.594.970
Finansman Giderleri	-115.050.832	-77.616.900	-179.869.717	-60.851.800	-85.497.960	-204.515.877
<b>Sürdürün Faaliyetler Vergi Öncesi Kar</b>	<b>37.442.061</b>	<b>42.108.590</b>	<b>101.073.465</b>	<b>30.666.826</b>	<b>74.621.115</b>	<b>145.027.754</b>
Sürdürün Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-2.855.787	-6.103.686	-21.228.770	-1.099.365	-20.539.345	-40.668.750
Dönem Vergi Gideri	-6.424.448	-5.173.896	-20.537.037		-18.244.228	-38.781.265
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	3.568.661	-929.790	-691.733	-1.099.365	-2.295.117	-1.887.485
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>34.586.274</b>	<b>36.004.904</b>	<b>79.844.695</b>	<b>29.567.461</b>	<b>54.081.770</b>	<b>104.359.004</b>
Kontrol gücü olmayan paylar					26.173	26.173
Ana ortaklık payları	34.586.274	36.004.904	79.844.695	29.567.461	54.055.597	104.332.831

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Garanti Yatırım, İşbir Sentetik'in halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İşbir Sentetik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

### Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından İşbir Sentetik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasının daha doğru olacağı ve İD/FAVÖK çarpanının yanı sıra Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Benzer şirket çarpanları, 30.06.2021 itibarıyla son 12 ay finansal verilere ve 25 Ekim 2021 piyasa kapanışı ve piyasa değerlerine göre hesaplanmıştır. İşbir Sentetik'in de son 12 aylık (30.06.2020-30.06.2021) finansalları kullanılmıştır.

### Yurt İçi Çarpan Analizi

- İşbir Sentetik'in yurt içi çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da işlem gören yerli ambalaj şirketleri incelenmiştir. Seçilen 11 şirketten Eminiş ve Gediz Ambalaj, İD/FAVÖK çarpanları uç değer (5x'ten küçük ve 16x'ten büyük olan) olması sebebiyle hesaplama dahil edilmemiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt İçi Benzer Şirketler			İD/Net
Şirket	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	Satışlar
Olmuksan International Paper	12,5	15,5	1,1
Kaplamın Ambalaj	12,7	15,9	1,5
Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj	7,8	9,3	1,2
Duran Dogan Basım ve Ambalaj	7,8	9,4	2
Kartonsan Karton	13,7	15,8	3,1
Bak Ambalaj	9,6	13,1	1,1
Bantaş Bandmna Ambalaj	6,4	7,3	1,7
Özerden Plastik	8,4	10,5	1,8
Sekuro Plastik Ambalaj	10,8	14,8	1,6
Eminiş Ambalaj	3,5	4,2	1,5
Gediz Ambalaj	3,2	3,3	1,7
<b>Ortalama</b>	<b>9,98</b>	<b>12,39</b>	<b>1,68</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurt içi benzer şirket çarpan analizinden şirket için 2.004 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Mn TL)	
Son 12 Ay FAVÖK	241,5
İD/FAVÖK (x)	9,98
Net Borç	406
<b>İD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>2.004</b>

### Yurt Dışı Çarpan Analizi

- İşbir Sentetik ile benzer olduğuna kanaat getirilerek seçilmiş 24 şirketin 17'si İD/FAVÖK çarpanı uç değer (5x'ten küçük ve 16x'ten büyük olan) olması nedeniyle ve TPI India Limited piyasa değeri 10.000.000 doların altında olduğu için analize dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler			İD/Net
Şirket	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	Satışlar
Kanpur Plastipack Limited	3,7	11,1	1,3
TPI India Limited	15,0	32,2	1,7
Jumbo Bag Limited	2,0	3,6	0,6
Emmbi Industries Limited	3,7	6,1	1,1
RDS Rasayans Limited	3,9	9,1	1,2
Polyspin Exports Limited	3,4	6,3	0,6
Khan Brothers PP Woven Bag Industries Ltd	42,9	774,7	6,8
Sinobangla Industries Limited	15,2	27,1	1,2
SMVD Poly Pack Limited	3,4	5,3	0,6
Shree Tirupati Balajee FIBC Limited	3,1	3,9	0,8
Wonlim Corporation	9,8	12,0	0,8
NK Mulsan CO., LTD.	128,2	69,3	3,9
Showa Paxxs Corporation	0,9	1,5	0,7
Flexituff Ventures International Limited	3,8	43,1	0,8
Gujarat Craft Industries Limited	1,7	2,8	0,5
Sat Industries Limited	7,8	15,0	2,2
Commercial Syn Bags Limited	3,8	7,5	1,1
Greif, Inc.	9,2	16,2	1,2
Miracle Industries Limited	148,9	21,5	12,7
Shri Jagdamba Polymers Limited	10,2	21,4	3,6
Yeakin Polymer Limited	32,3	46,2	9,1
Stanpacks (India) Limited	2,7	4,8	0,5
Takween Advanced Industries	59,2	109,5	3,9
Winpak Ltd.	10,1	15,1	2,0
<b>Ortalama</b>	<b>10,38</b>	<b>17,80</b>	<b>1,84</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 2.101 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Mn TL)	
Son 12 Ay FAVÖK	241,5
İD/FAVÖK (x)	10,38
Net Borç	406
<b>İD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>2.101</b>



- Yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak çarpan analizinden şirket için 2.052 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (TL)	Ağırlık	Değer
Yurt İçi Benzer Şirketler	50%	2.409.271.843
Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	2.507.024.545
Net Borç		406.061.834
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100%</b>	<b>2.052.311.360</b>

- Garanti Yatırım çarpan analizinin FAVÖK değeri olarak şirketin esas faaliyetlerden diğer gelir/gider kaleminin de dahil olduğu FAVÖK2'yi kullanmıştır. BMD olarak gelir tablosu gösteriminde Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderin dahil olmadığı FAVÖK1 olarak adlandırdığımız rakamın kullanılmasının muhafazakar tarafta kalmak açısından daha doğru olacağı kanaatindeyiz. Benzer Şirketlerin FAVÖK1 rakamları ile hesaplanan FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı ile Şirket'in kaydırılmış 204,6 milyon TL FAVÖK'ünün kullanılması durumunda değerde aşağı yönlü bir değişimin olabileceğini belirtmek isteriz.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021 yılı son 6 ay ile 2025 yılları için projekte edilmiştir.
- Değerleme çalışması kapsamında enflasyon oranının Garanti Yatırım Araştırma Birimi'nin tahminleri doğrultusunda 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla, %17,0, %13,0, %11,0, %9,0 ve %8,5 olacağı varsayılmıştır.
- Satışlar:** 2021 yılı son 6 ay ve 2025 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken tüme varım yaklaşımı benimsenmiştir. Bu doğrultuda bigbag, halı tabanı, PE film, compound ve diğer gelir kalemleri Şirket'in 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.
- Şirket'in en büyük gelir kaynağı bigbag gelirleri Türkiye ve Hindistan arasındaki maliyet ve diğer dinamiklerin farklılığından ötürü ayrı ayrı projekte edilmiştir. Türkiye'de üretilip yurt içinde ve yurt dışında satılan yıllık bigbag adedinin 2025 yılında öngörülen tam kapasite seviyesi olan 30.000 tona kademeli olarak yaklaşacağı ve 2025 yılında 28.041 tona ulaşacağı varsayılmıştır.
- Hindistan tarafındaysa hem İşbir Sentetik'in Hindistan'da yer alan şirketin %99 sahibi haline gelmesine bağlı olarak yeni pazarlama stratejisi uygulanacak olması, hem de 2020 yılında pandeminin etkisiyle üretimde aksama yaşanması ve bu nedenle satışların 2019 düzeyine göre yalnızca %3 artırılabilmesinin bir sonucu olarak ertelenen talebin etkisi ve pandeminin etkisinin azalması nedeniyle satışlarda artış yaşanması beklentisiyle 2021 yılı satışlarının %92 artacağı varsayılmıştır. 2025 yılı satış hedefi olan 8.000 tona yaklaşarak, 2025 yılında 7.927 tona ulaşacağı öngörülmüştür.



- Halı tabanı satış hacimlerinde 2020 yılında yaşanan kaybın 2021 yılın geri kazanılarak 5.945 tona ulaşacağı satılan halı tabanı miktarının Şirket'in planları doğrultusunda kademeli olarak artarak 2025 yılında 8.424 ton olacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in hayata geçirdiği yeni hatların üretime başlamasıyla PE film tarafındaki satış adetlerinin 2021 yılı için %10 olan tonaj büyüme oranının 2025 yılında %6'ya düşeceği varsayılmıştır.
- Son yıllarda plastik poşetlere olan talebin azalması sonrası compound satışlarında düşüş yaşayan şirketin satış adetlerinin bu duruma paralel olarak projeksiyon dönemi boyunca her yıl son 3 yıllık (2019-2021) ortalama olan %31 oranında azalacağı ve 2025 yılında 309 ton olacağı ön görülmüştür.
- Diğer gelirlerin ise 2021 yılında yine adet bazında son 3 yıllık (2019-2021) ortalama olan %8 ile büyüyeceği varsayılmıştır.
- **Giderler:** Satılan mal 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 üzerinde şirketin, 2021'nin kalan 6 ay için bütçe tahminleri kullanılmış, 2022 yılı içinse her maliyet kaleminin 2018-2021 dönemindeki net satışlara oranının ortalaması kullanılmıştır. Bulunan bu ortalamaların bakım onarım, sigorta ve diğer giderler için projeksiyon dönemi boyunca sabit olacağı varsayılmıştır.
- Hammadde ve mamul tarafında, Şirketin düzenli olarak yaptığı maliyet düşürücü ve verim artırıcı geliştirme çalışmaları ile planlanan makine yatırımlarının etkisi dikkate alınarak, hammadde mamul maliyetinin net satışlara oranının 2025 yılına kadar 2018-2021 yıllarının ortalaması olan %50,1 olacağı öngörülmüştür.
- Enerji giderleri modellenirken, Şirket'in 2020 yılında ve 2021 ilk 6 aylık dönemde Türkiye'de ve Hindistan'da tükettiği elektrik miktarı, üretilen bigbag ve halı tabanı ton adetleri ve her iki ülkedeki 2020 yılı ve 2021 ilk 6 ayında gerçekleşen toplam elektrik giderleri kullanılarak, Şirket'in her iki ülkedeki ton başına elektrik maliyeti ve 1 MWh başına ödediği elektrik fiyatı hesaplanmış sonrasında ise projeksiyon dönemi boyunca senelik elektrik ihtiyacı belirlenmiştir.
- Şirket'in AR-GE giderleri, satış pazarlama giderleri ve genel yönetim giderlerinin net satışlara oranlarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** İşletme sermayesine dahil edilen kalemler şirketin 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. Projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesinin satışlara oranının yaklaşık %40 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket 2022 yılı içerisinde yaklaşık 6 milyon Euro değerinde kapasite artırım yatırımı yapmayı planlamaktadır. Bu tutarın %70'i ile bigbag, %18'i ile halı tabanı, kalanı ile de PE film üretim kapasitelerinin artırılması planlanmaktadır. Şirket'in sınırlı boyuttaki idame yatırımları da hesaba katılmış ve projeksiyon dönemi boyunca cironun %0,25 'i kadar ilave bir idame yatırım yapılacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in geliştirme projelerine devam edeceği ve somut avantajlar elde ettiği bu geliştirme yatırımlarını TL bazda her sene %15 artıracığı varsayımında bulunulmuştur.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 25 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %20,33 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Sonraki yıllar için kademli düşerek 2025'te son 5 yıllık ortalama oran kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmamaktadır.
  - **Piyasa risk primi:** Projeksiyon dönemi boyunca %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** Çarpan analizi için seçilen yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin Capital IQ veri tabanından elde edilen 5 yıllık kaldıraçsız betalarının ortalaması olan 0,60 kullanılmış ve kaldıraçlı beta 0,83 olarak hesaplanmıştır. Değerlemede şirketin kaldıraç oranına göre değişen kaldıraçlı beta kullanılmasını makul karşılıyoruz.
  - **Özsermaye Maliyeti :** 2021 yılı için %24,88 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmış olup tarafımızca makuldür.  
**Borç Oranı:** Çarpan analizi için seçilen yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin borçluluk oranı %33,33 kullanılmış olup, tarafımızca hesaplanan şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan %70,64'ten küçük olması sebebiyle makul karşılanmaktadır.
- AOSM 2021 yılı için %21,59 olarak hesaplanırken, 2022-2025 yılları arasında %20,64-%16,50 aralığında hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- İNA analizi sonucunda İşbir Sentetik'in 30.06.2021 tarihi itibarıyla şirket değeri 2.048 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket değerinden 406 milyon TL finansal borç düşülerek 1.642 milyon TL özsermaye değeri elde edilmiştir. 30.06.2021 tarihi itibarıyla, özsermaye değeri üzerinden değerlendirilerek kullanılan 2021 yılı için hesaplanan özsermaye maliyeti %24,88 dikkate alınarak özsermaye değeri 26 Ekim 2021 tarihine getirilmiştir. Sonuçta İNA'dan şirket için, 1.763 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

## Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Ağırlık	Değer
İNA Yöntemi	50,0%	1.762.716.401
Çarpan Analizi	50,0%	2.052.311.360
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.907.513.881</b>
Ödenmiş Sermaye		125.965.994
<b>Pay Başı Değer</b>		<b>15,14</b>
Halka Arz İskontosu		21,7%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>		<b>11,86</b>

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerleri eşit ağırlıklandırılmış ve %21,7 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 11,86 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- İşbir Sentetik'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İşbir Sentetik özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Garanti Yatırım tarafından İşbir Sentetik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılmasının daha doğru olacağı ve İD/FAVÖK çarpanı yanı sıra Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Garanti Yatırım çarpan analizinin FAVÖK değeri olarak şirketin esas faaliyetlerden diğer gelir/gider kaleminin de dahil olduğu FAVÖK2'yi kullanmıştır. BMD olarak gelir tablosu gösteriminde Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderin dahil olmadığı FAVÖK1 olarak adlandırdığımız rakamın kullanılmasının muhafazakar tarafta kalmak açısından daha doğru olacağı kanaatindeyiz. Benzer Şirketlerin FAVÖK1 rakamları ile hesaplanan FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı ile Şirket'in kaydırılmış 204,6 milyon TL FAVÖK'ünün kullanılması durumunda değerinde aşağı yönlü bir değişimin olabileceğini belirtmek isteriz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021 yılı son 6 ay ile 2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı, 2021 yılı için 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 25 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %20,33 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olup 2025 yılındaki risksiz getiri oranı için ise geçmiş 5 yıldaki (08.10.2016-08.10.2021) risksiz getiri oranı ortalaması olan %14,09 dikkate alınmış ve güncel makroekonomik koşullar da göz önünde bulundurularak 5 yıllık projeksiyon dönemi sonunda bu değere lineer olarak yakınsayacağı varsayılmıştır. Risksiz getiri oranının 2021 yılı için %20,33 olarak kabul edilmesini makul karşılamakla birlikte 2022-2025 yılları arasında kademeli olarak azaltılan risksiz getiri oranının AOSM'nin 2021-2025 yılları arasında %21,59'dan %16,51'e gerilemesine neden olmasının değerlemeyi pozitif etkileyebileceği kanaatindeyiz. BMD yaklaşımı olarak değerlendirme tarihi itibarıyla risksiz getiri oranı olarak uzun vadeli devlet tahvili alınmış olduğu için projeksiyon dönemi boyunca değişmemesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Beta değeri Çarpan analizi için seçilen yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin Capital IQ veri tabanından elde edilen 5 yıllık kaldıraçsız betalarının ortalaması olan 0,60 kullanılmış ve kaldıraçlı beta 0,83 olarak hesaplanmıştır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.

- Sonuç olarak Uygulanan %21,7'lik iskontonun yeterli olduğu ve İşbir Sentetik için tespit edilen 11,85 TL pay başı talep toplama fiyatının Garanti Yatırım'ın kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde makul olduğu kanaatindeyiz. Bununla beraber hem çarpan hem İNA değerlemesinde kullanılan varsayımların farklılaşması halinde değerde aşağı ya da yukarı yönlü sapma olabilir.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç2	14,31
FD/FAVÖK1 2021Ç2	9,28
FD/FAVÖK2* 2021Ç2	7,86
PD/DD 2021Ç2	5,67

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç2	16,07
FD/FAVÖK1 2021Ç2	9,28
FD/FAVÖK2* 2021Ç2	7,86
PD/DD 2021Ç2	3,75

\*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre