

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ticaret 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.

#### Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş Halka Arz Bilgileri

Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	BAYRK
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı & Mevcut Ortak Pay Satışı
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	28-29 Mayıs 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	16.000.000 TL
Sermaye Artırımı	5.250.000 TL
Ortak Satışı	4.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	21.250.000 TL
Halka Açıklık Oranı	43,5%
Talep Toplama Fiyatı	3,28 TL
Halka Arz Büyüklüğü	30.340.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	52.480.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	69.700.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 1Ç2020	9,67
FD/FAVÖK 1Ç2020	6,68
PD/DD 1Ç2020	2,15

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 1Ç2020	12,84
FD/FAVÖK 1Ç2020	6,68
PD/DD 1Ç2020	1,67

## Özet Bilgi

- Şirket, 1993 yılında “Bayrak Plastik San. Tic. Ltd. Şti.” olarak kurulmuştur. Ayakkabı tabanı sektöründe faaliyet göstermekte olup, taban sektöründe faylon taban üretimini Türkiye’de gerçekleştiren ilk şirketlerden biridir.
- İlk faaliyet alanı plastik eşya üretimi olan şirket, 1997 yılında ayakkabı üretimine başlamıştır. Şirket, anonim şirkete dönüşerek 23 Ocak 2020 tarihinde “Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş.” unvanı tescil edilmiş olup bu durumu 29 Ocak 2020 tarihli ve 10004 sayılı TTSG ile ilan etmiştir.
- Şirketi Termo (Termoplastik) Taban ve Faylon Taban olmak üzere iki çeşit ürün üretmektedir. Termo taban, fiziksel özellikleri vulkanize edilmiş kauçukla benzerlik gösteren bu malzemeler, kalıplama ve işleme tekniği olarak termoplastik özellikler göster. Termoplastik tabanlar işlenmesi zor ve de fiyatları yüksek olan kauçuk tabanlara en büyük alternatifi oluşturmaktadır. Faylon Taban ise EVA(Etilen Vinil Asetat) hammaddesine kauçuk eklenerek 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. En üstün özelliği düşük yoğunluğu olan bu malzeme esnek bir yapıya sahiptir. Faylon, hafifliği, yüksek esneklik yapısı sayesinde kırılmaması ve konfor ihtiyacına cevap vermesi nedeni ile ürünün dünya çapında kullanımı artmıştır.
- Şirket 2015 yılından itibaren başlayan faylon üretimi 3.000 adet-çift/gün iken 2016 yılında 16.000 adet-çift/gün tek renk üretimine ulaşmıştır. 2015 yılında 800 adet-çift/gün alt yapıştırmalı faylon taban üretimi 2016 yılında 4.000 adet-çift/gün’e ulaşmıştır. 2019 yılında aynı kapasite devam etmektedir. Şirket 2018 yılından sonra termo taban üretimini sonlandırmış olup yeni teknoloji faylon taban üretimine odaklanmıştır.
- 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, ayakkabı markaları ve hacmi büyük toptancıların yanı sıra küçük ölçekli müşteriler de mevcuttur.

## Ortaklık Yapısı

Bayrak EBT Taban San. ve Tic. A.Ş.	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Turgut Bayrak	15.604.400	97,5%	4.000.000	25,0%	43,2%	11.604.400	54,6%
İlker Arabacı	395.600	2,5%				395.600	1,9%
Sermaye Artırımı			5.250.000	32,8%	56,8%		
Halka Açık Kısım						9.250.000	43,5%
<b>Toplam</b>	<b>16.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>9.250.000</b>	<b>57,8%</b>	<b>100,0%</b>	<b>21.250.000</b>	<b>100,0%</b>

## Halka Arz Sonrası Amaç ve Yatırım Planları

### Halka Arz gerekçeleri

- Şirket'in 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 mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması.

### Halka Arzdan Sağlanacak Fonun Kullanılması

Sermaye Piyasası Aracı Notu'nda belirtildiği üzere Şirket'in net halka arz gelirin 16.192.517 TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Brüt Halka Arz Geliri ise 17.220.000 TL olarak beklenmektedir. Yeni yatırım, ilave günlük 6.000 çift/adet taban üretimi sağlayabilecektir. Bu yatırımın şirket satışlarına katkısı yıllık 15 milyon TL-18 Milyon TL arasında olması beklenmektedir. Halka arzı takip eden 90-120 gün içerisinde üretimin başlanması planlanmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri	Oran
<b>Yeni Yatırımlar</b>	<b>40%</b>
-Renkli faylon Taban Makinesi ve Kalıp Yatırımları	30%
-E-TPU (yeni Köpük) Taban Makinesi ve Kalıp Yatırımları	10%
<b>Hammadde Üretim ve Sıfır Atık Tesislerinin Kurulması</b>	<b>10%</b>
<b>İşletme Sermayesi İhtiyacının Karşılansması</b>	<b>50%</b>

Kaynak: Bayrak Taban Sermaye Piyasası Aracı notu ve Fiyat Tespit Raporu ve 02.03.20 tarih, 2020/17 sayılı Yönetim Kurulu Kararı

## Mali Tablolar

Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu, TL	2017/12	2018/12	2019/12	2019/03	2020/03	Son 4Ç
Hasılat	31.463.053	29.134.551	38.771.282	10.397.653	12.097.414	40.471.043
Satışların Maliyeti (-)	-23.587.649	-20.441.804	-28.688.876	-8.004.586	-9.182.789	-29.867.079
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>7.875.404</b>	<b>8.692.747</b>	<b>10.082.406</b>	<b>2.393.067</b>	<b>2.914.625</b>	<b>10.603.964</b>
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>25,0%</b>	<b>29,8%</b>	<b>26,0%</b>	<b>23,0%</b>	<b>24,1%</b>	<b>26,2%</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.889.086	-2.663.330	-2.757.291	-838.977	-893.150	-2.811.464
Pazarlama Giderleri (-)	-443.955	-700.849	-288.445	-73.035	-117.842	
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>5.542.363</b>	<b>5.328.568</b>	<b>7.036.670</b>	<b>1.481.055</b>	<b>1.903.633</b>	<b>7.792.500</b>
<b>Esas Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>17,62%</b>	<b>18,29%</b>	<b>18,15%</b>	<b>14,2%</b>	<b>15,7%</b>	<b>19,3%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>7.044.267</b>	<b>6.896.318</b>	<b>8.792.999</b>	<b>1.889.517</b>	<b>2.357.111</b>	<b>9.593.845</b>
<b>FAVÖK Marjı</b>	<b>22,4%</b>	<b>23,7%</b>	<b>22,7%</b>	<b>18,2%</b>	<b>19,5%</b>	<b>23,7%</b>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.754.768	3.237.026	3.654.821	1.522.295	1.626.662	3.759.188
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-3.881.125	-3.670.480	-3.007.688	-2.010.314	-896.225	-1.893.599
<b>Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>3.416.006</b>	<b>4.895.114</b>	<b>7.683.803</b>	<b>993.036</b>	<b>2.634.070</b>	<b>9.324.837</b>
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>10,9%</b>	<b>16,8%</b>	<b>19,8%</b>	<b>9,6%</b>	<b>21,8%</b>	<b>32,0%</b>
Amortisman	1.501.904	1.567.750	1.756.329	408.462	453.478	1.801.345
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	55.199	662.919	433.026	261.386		171.640
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-119.500	-536.684			-536.684
<b>Finansman Gideri (Geliri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>3.471.205</b>	<b>5.438.533</b>	<b>7.580.145</b>	<b>1.254.422</b>	<b>2.634.070</b>	<b>8.959.793</b>
Finansman Giderleri (-)	-463.930	-1.293.641	-1.838.597	-324.078	-492.495	-2.007.014
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>3.007.275</b>	<b>4.144.892</b>	<b>5.741.548</b>	<b>930.344</b>	<b>2.141.575</b>	<b>6.952.779</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-480.202	-874.603	-1.245.212	-210.771	-490.621	-1.525.062
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-979.175	-542.344	-969.211	-213.184	-315.433	-1.071.460
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	498.973	-332.259	-276.001	2.413	-175.188	-453.602
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	2.527.073	3.270.289	4.496.336	719.573	1.650.954	5.427.717
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>2.527.073</b>	<b>3.270.289</b>	<b>4.496.336</b>	<b>719.573</b>	<b>1.650.954</b>	<b>5.427.717</b>

Bayrak EBT Taban Sanayi ve Ticaret A.Ş. Bilanço	2017/12	2018/12	2019/12	2020/03
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>17.773.697</b>	<b>23.858.589</b>	<b>22.930.264</b>	<b>26.352.439</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.589.927	3.505.777	3.671.848	5.303.510
Ticari Alacaklar	10.920.584	8.492.001	10.863.274	11.842.193
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	10.920.584	8.492.001	10.863.274	11.842.193
Diğer Alacaklar	275.753	5.104.747	752.398	1.918.452
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	275.753	5.104.747	679.213	1.510.305
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	244.428	32.264	73.185	408.147
Stoklar	1.430.526	2.786.076	3.549.253	3.901.172
Peşin Ödenmiş Giderler	1.196.434	2.631.012	2.297.070	2.260.788
Diğer Dönen Varlıklar	1.360.473	1.338.976	1.796.421	1.126.324
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>17.345.412</b>	<b>10.758.079</b>	<b>20.225.687</b>	<b>20.160.591</b>
Diğer Alacaklar	213	213	213	
Kullanım Hakkı Varlıklar	2.818.259		3.275.186	2.954.296
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.818.259		2.150.000	2.150.000
Maddi Duran Varlıklar	10.912.389	10.080.051	14.187.695	14.426.505
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	13.978	19.439	240.793	234.476
Ertelenmiş Vergi Varlığı	782.314	658.376	371.800	395.314
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>35.119.109</b>	<b>34.616.668</b>	<b>43.155.951</b>	<b>46.513.030</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>12.884.107</b>	<b>15.493.107</b>	<b>16.337.814</b>	<b>18.107.563</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7.255.661	7.167.775	9.227.515	2.554.043
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.500.536	3.948.286	6.268.198	8.135.241
Finansal Kiralama Borçları	3.753.912	3.154.003	2.900.325	
Diğer Finansal Yükümlülükler	1.213	65.486	58.992	
Ticari Borçlar	2.113.005	3.252.028	4.314.952	3.979.646
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar		60.000		
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	2.113.005	3.192.028	4.314.952	3.979.646
Kiralama İşleminde Kaynaklanan Yüküml.			655.037	669.602
Diğer Borçlar	1.725.669	766.247	424.822	567.963
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	1.296.727	10.098	449	253.795
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	428.942	756.149	424.373	314.168
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	599.717	140.386	672.775	668.579
Ertelenmiş Gelirler	1.154.229	4.125.372	584.728	1.169.273
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		33.573	306.999	315.433
Kısa Vadeli Karşılıklar			93.616	47.783
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	35.826	7.726	57.370	
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>2.616.904</b>	<b>954.318</b>	<b>4.133.939</b>	<b>3.974.026</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2.058.155	40.608	577.470	449.818
Uzun Vadeli Karşılıklar	136.865	283.036	310.970	384.855
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	136.865	283.036	310.970	384.855
Kiralama İşleminde Kaynaklanan Yüküml.			2.620.149	2.288.143
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	421.884	630.674	625.350	851.210
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>13.981.580</b>	<b>18.169.243</b>	<b>22.684.198</b>	<b>24.431.441</b>
Ödenmiş Sermaye	10.110.550	10.110.550	16.000.000	16.000.000
Sermaye Tanımlama Fonu		915.710		
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	76.028	77.692	96.311	192.600
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	149.147	149.147	172.464	442.144
Geçmiş Yıllar Kar/Zararı	1.118.782	3.645.855	1.919.087	6.145.743
Net Dönem Kar/Zararı	2.527.073	3.270.289	4.496.336	1.650.954
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>29.482.591</b>	<b>34.616.668</b>	<b>43.155.951</b>	<b>46.513.030</b>

## Değerleme

- Metro Yatırım, Şirket'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemlerini kullanmış olup, her iki yönteme de eşit ağırlandırılarak 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.

## Piyasa Çarpanları Analizi

Metro Yatırım tarafından Bayrak Taban'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde BİST-Ana Pazar ve BİST'te işlem gören benzer şirketlerinin 14.04.2020 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanlar kullanılmıştır.

Çarpan Analizi'nde, Ana Pazar'da işlem gören şirketlerin çarpanlarının medyanı kullanılmıştır.

### a) BİST- Ana Pazar

Metro Yatırım, Şirket'in halka arz sonrasında Ana Pazar'da işlem göreceği Pazar olması nedeniyle çarpan analizine dahil etmiş olup Bayrak Taban'ın faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri hariç tutulmuş ve mükerrer işlem yapılmaması için benzer şirketlerin çarpanları hariç tutularak medyan çarpan değeri hesaplanmıştır.

BİST Ana Pazar Çarpanları	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,86	8,63	18,73

### b) BİST – Benzer Şirketler

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
ACSEL	1,51	9,64	6,81
BRKSN	1,63	24,29	
DYOBY	2,33	4,5	21,53
EGPRO	2,1	6,15	24,11
EPLAS	4,34	9,46	99,89
GEDZA	1,26	3,73	7,35
IZFAS	1,75	7,88	55,13
MEGAP	0,93	2,34	3,66
MRSHL	5,8	7,17	25,94
OZRDN	5,52	102,36	
POLTK	8,4	29,52	65,56
SANFM	5	10,84	26,09
SEKUR	0,86	5,19	26,2
SEYKM	6,02	25,86	34,63
SODSN	3,89	5,99	10,79
TMPOL	2,02	8,14	4,35
<b>Medyan</b>	<b>2,22</b>	<b>8,01</b>	<b>25,03</b>

Pazar ve Sektör Verileri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Bist Ana Pazar	1,86	8,63	18,73
BİST Benzer Şirketler	2,22	8,01	25,03
<b>Ortalama</b>	<b>2,04</b>	<b>8,32</b>	<b>21,88</b>
Hesaplanan Piyasa Değeri	46.219.053	72.419.563	98.368.591
Ortalama			72.335.736
<b>Pay Başı Değer</b>			<b>4,52</b>

#### İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Yöntemi;

Şirket'in "İndirgenmiş Nakit Akım Analizi"ne göre yapılan değerlemede kullanılan temel varsayımlar aşağıda sıralanmıştır:

- 1) Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır. Aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindedir.
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımı analizi gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- 3) 2020-2024 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamamasında kullanılan terimler ve hesaplamaları aşağıda gösterilmiştir.

Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışları ve diğer finansal verilerin, projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlendirme konusunun gerçekleşen ilgili nakit akışları ve diğer finansal verileri ile uyumlu, tutarlı ve bu veriler çerçevesinde öngörülebilir olmasına özen gösterildiği fiyat tespit raporunda belirtilmiştir.

**Risksiz Faiz Oranı:** Risksiz faiz oranı olarak hesaplamalarda 5 yıllık tahvil getirisi olarak %14 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.

**Piyasa Risk Primi:** Piyasa risk primi olarak %6 oranı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

**Beta Katsayısı:** Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilgilidir. Borsa İstanbul'da yapılan ilk halka arzlarında halka arz edilen şirket için Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Değerlemede muhafazakar davranmak ARD Bilişim için de Beta katsayısı "1" olarak hesaplanmaya dahil edilmiştir. Kullanılan beta katsayısı tarafımızca makul kabul edilmektedir.

**Terminal Büyüme:** Şirket'in 2024 yılından sonrasına ilişkin terminal (nihai) büyüme oranı %5 olarak alınmıştır. Kullanılan terminal büyüme oranı tarafımızca makul kabul edilmektedir.

**Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti:** Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti = Borçlanma Faizi\*(1-%20)=%18\*0,8=%14,40 olarak hesaplanmıştır.

**Sermaye Maliyeti:** Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile hesaplanmakta olup;

$RE=RF+B* RP$  yani  $RE=%14,0+1*6,00=%20,00$  olarak hesaplanmıştır.

$AOSM= Sermaye Maliyeti* (1- borçluluk oranı)+ Vergi sonrası borçlanma maliyeti* (borçluluk oranı)$

Borçluluk oranı, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının, toplam aktiflere bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

$AOSM=%18,72$

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %18,72 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (*Serbest Nakit Akımları\* İskonto Oranı*) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2020-2024 yılları arasında beş yıllık dönemi kapsamaktadır. Serbest nakit akımlarının toplamından finansal borçlar düşülüp nakit benzeri hazır değerler eklenerek Şirket'in nihai değerine ulaşılmaktadır.

**Satışlardaki Büyüme:** 2020 yılında salgının etkisinin ağır bir şekilde hissedildiği dönemde satışların %30 artacağı öngörüsü tarafımızca gerçekleşebilir değildir. Sonraki yıllarda normalleşmeyle beraber %25-%20 ciro artışları mümkün gözükse de 2020 yılındaki %30'luk artış baz etkisi nedeniyle sonraki yılları da etkilemektedir.

**İNA'dan şirket için 66,0 milyon TL firma değeri hesaplanmış olup net borç sonrası 59,9 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Pay başı değer ise 3,74 TL'dir.**

#### Halka Arz Değeri

Bayrak Taban Halka Arz Değeri	
Çarpan	72.335.736
İNA	59.910.410
<b>Ortalama</b>	<b>66.123.073</b>
<b>Birim Pay Değeri</b>	<b>4,13</b>
Halka Arz İskonto Oranı	-20,63%
<b>Halka Arz Değeri</b>	<b>52.480.000</b>
<b>Halka Arz Pay Başı Değeri</b>	<b>3,28</b>

- Sonuç olarak çarpan ve İNA'dan hesaplanan değerler eşit olarak ağırlıklandırılmış ve Bayrak Taban için 66,1 milyon TL piyasa değerine ve 4,13 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.
- Bayrak Taban'ın halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken %20,6 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,28 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,6 iskontonun İNA'da 2020 yılı için öngörülen büyümenin ve sonraki yıllarda oluşturacağı baz etkisinin değerlendirilme üzerindeki pozitif yönlü etkisini elimine etmede yeterli olmayacağı kanaatindeyiz.

#### Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Bayrak Taban'ın fiyat tespitinde çarpan metodu ve İndirgenmiş Nakit Akımları 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.

- Bayrak Taban'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanların piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olmakla beraber F/K çarpanından hesaplanan değer PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanından hesaplanan değerden pozitif yönlü ayrıştığı görülmektedir. ihtiyatlı tarafta kalmak adına F/K çarpanından hesaplanan değere daha düşük ağırlık verilebileceği kanaatindeyiz.
- Sonuç olarak Bayrak Taban'ın halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken %20,6 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,28 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,6 iskontonun İNA'da 2020 yılı için öngörülen büyümenin ve sonraki yıllarda oluşturacağı baz etkisinin değerlendirme üzerindeki pozitif yönlü etkisini elimine etmede yeterli olmayacağı kanaatindeyiz.