



Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



14 Temmuz 2022

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	2
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	2
3. Korooplast Hakkında.....	2
4. Finansal Tablolar.....	3
5. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	5
6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	5

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından, yetkili aracı kurum Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Yapı Kredi Yatırım”), Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. (kısaca “İhraççı”, “Koroplast” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

KOROPLAST HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	20-21-22 Temmuz
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi	Yurt içi Bireysel ve Yüksek Başvurulu Bireysel Yatırımcılar Oransal
Çıkarılmış Sermaye	150.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	24.600.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	42.200.000 TL nominal (Ek satış: 11.700.000 TL nominal)
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	312.624.000 TL (Ek satış dahil 367.380.000 TL)
Halka Açıklık Oranı	%38,20 (Ek satış dahil: %44,96)
Tahsisat	%25 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar
	%25 Yurt İçi Yüksek Başvurulu Bireysel Yatırımcılar
	%40 Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar
	%10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	4,68 TL
Halka Arz İskontosu	25%
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirinin %25’ine kadar bir tutar, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılacaktır.

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

3. Koroplast Hakkında

Şirket, ‘Yıldız Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’ unvanı ile 1989 yılında kurulmuştur. Şirket, ana markası ‘Koroplast’ ve alt markası ‘ideal’ ile buzdolabı poşeti, fırın torbası ve pişirme kâğıdı ürünlerini içine alan mutfak yardımcı ürünleri ve çöp poşeti gibi ürünler üretmekte ve satmaktadır. 2018-2021 yıllarını kapsayan son dört yılda bu pazarlarda sahip olduğu Pazar payı ile Türkiye’de Pazar payı lideri konumundadır. Şirket, ana markası ‘Koroplast’ ve alt markası ‘ideal’ in yanı sıra indirim marketlerine ve perakendecilere yönelik olarak market markası (private label) üretimi ile de hizmet vermektedir. Aynı zamanda son yıllarda ürünlerini hızla büyüyen internet satış mağazalarında da sunmaya başlamıştır. Şirket, ürünlerini ihracat kanalıyla, başta Avrupa ülkeleri olmak üzere uluslararası pazara da sunmaktadır. İstanbul’da bulunan ve münhasıran Koroplast ürünlerine tahsis edilmiş olan Üretim Tesisi, yaklaşık 15.500 ton ekstrüzyon kapasitesine sahiptir. Aynı Üretim Tesisi Şirket merkezini içinde barındırmakta ve K6 Depo ile Hammadde Deposu’na komşu parselde yer almaktadır 31.03.2022 itibarıyla toplam 319 çalışan istihdam etmektedir.

3.1. Ortaklık Yapısı

Sermayedeki ve toplam oy hakkı içindeki payları doğrudan %5 ve fazlası olan tek pay sahibi Korozo Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“Korozo”)’dır ve payların tamamına sahiptir. Korozo’nun sermayesinin %85’ine tekabül eden payları; Türkiye’ye özgü bir yatırım fonu olan Actera Partners II LP tarafından kontrol edilen Aegle Investments S.a.r.l’a aittir.

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi			Grubu	Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç			Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
	Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Korozo	A	75.000.000	50%	A	75.000.000	43,0%	A	75.000.000	43,00%
Korozo	B	75.000.000	50%	B	32.800.000	18,8%	B	21.100.000	12,00%
Halka Açık	-	-	-	B	66.800.000	38,2%	B	78.500.000	45,00%
Toplam		150.000.000	100%		174.600.000	100%		174.600.000	100,00%

Kaynak: Koroplast İzahnamesi

4. Finansal Tablolar

Şirket’in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.080.342	8.571.647	27.152.553	14.049.792
Ticari Alacaklar	86.744.813	95.112.440	163.367.779	196.310.949
Stoklar	22.936.925	46.385.727	94.414.491	104.665.679
Peşin Ödenmiş Giderler	118.891	2.385.541	6.096.624	9.383.592
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.623.072	-	7.835.020	-
Diğer Dönen Varlıklar	5.643.792	4.217.235	5.643.792	9.205.899
Toplam Dönen Varlıklar	128.147.835	156.672.590	304.510.259	333.615.911
Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	32.826.874	57.461.371	76.253.529	74.160.194
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.222.832	9.817.204	9.182.502	8.996.927
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.135.056	1.198.337	15.615.850	16.376.036
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	418.672	784.327
Peşin Ödenmiş Giderler	2.172	133.770	19.128	19.129
Toplam Duran Varlıklar	45.186.934	68.610.682	101.489.681	100.336.613
Toplam Varlıklar	173.334.769	225.283.272	405.999.940	433.952.524
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vade Banka Kredileri	-	5.000.000	25.000.000	25.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	13.416.779	18.318.833	49.347.888	55.552.743
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	951.122	824.504	5.277.267	5.636.315
Ticari Borçlar	78.315.094	84.131.210	82.930.061	91.122.261
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	632.993	975.581	2.384.222	3.946.418
Diğer Borçlar	198.909	568.001	1.611.116	2.340.384
Ertelenmiş Gelirler	-	4.512.135	1.269.656	795.790
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	315.615	-	1.329.372
Kısa Vadeli Karşılıklar	315.064	784.946	1.192.864	1.639.329

Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	93.829.961	115.430.825	169.013.074	187.362.612
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	60.803.510	65.375.735	62.081.855	67.014.672
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	310.532	529.843	11.020.473	11.683.294
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.207.480	2.873.052	4.948.520	6.426.406
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	642.637	611.572	-	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.964.159	69.390.202	78.050.848	85.124.372
Toplam Yükümlülükler	156.794.120	184.821.027	247.063.922	272.486.984
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	70.000	70.000	150.000.000	150.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	27.374	27.374	27.374	27.374
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	463.896	473.546	473.546	473.546
Geçmiş Yıllar Karları	10.012.516	16.331.969	2.360.962	8.435.098
Net Dönem Karı	6.329.103	23.559.356	6.074.136	2.529.522
Toplam Özkaynaklar	16.902.889	40.462.245	158.936.018	161.465.540
Toplam Kaynaklar	173.697.009	225.283.272	405.999.940	433.952.524

Kaynak: Koroplast İzahnamesi

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2021 ve 31.03.2022 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2021	01.01.2022
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Hasılat	176.014.350	279.283.838	407.340.211	83.787.805	121.458.211
Satışların Maliyeti	-112.207.830	-171.108.578	-256.716.356	-52.496.079	-78.307.082
Brüt Kar	63.806.520	108.175.260	150.623.855	31.291.726	43.151.129
Brüt Kar Marjı	36%	39%	37%	37%	36%
Genel Yönetim Giderleri	-9.423.348	-7.545.291	-9.895.895	-2.181.711	-4.773.361
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri	-28.245.228	-37.691.721	-48.904.778	-10.210.050	-17.790.086
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.667	58.051	939.976	120.433	15.705
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-3.671.293	-225.903	-20.913.995	-523.437	-3.092.952
Faaliyet Karı	22.483.318	62.770.396	71.849.163	18.496.961	17.510.435
Faaliyet Karı Marjı	13%	22%	18%	22%	14%
Finansman Gelirleri	106.176	87.013	110.898	43.733	14.871
Finansman Giderleri	-14.464.277	-32.460.983	-62.001.689	-10.102.351	-14.031.422
Vergi Öncesi Karı	8.125.217	30.396.427	9.958.373	8.438.344	3.493.884
Vergi Gideri (Geliri)	-1.796.114	-6.837.070	-3.884.236	-1.837.161	-964.362
Dönem Karı (Zararı)	6.329.103	23.559.357	6.074.137	6.601.183	2.529.522
Net Dönem Karı/ Hasılat	4%	8%	1%	8%	2%

Kaynak: Koroplast İzahnamesi

31.03.2022 tarihinde sona eren ara dönem itibarıyla, Şirket'in toplam varlıklarının %77'sini dönen varlıklar oluşturmakta olup, söz konusu aktiflerin %43'ü kısa vadeli yükümlülüklerden, %20'si uzun vadeli yükümlülüklerden ve %37'si ise özkaynaklardan meydana gelmektedir. Toplam finansal borçlar 31.03.2022 tarihi itibarıyla toplam kaynakların %38'ini toplam yükümlülüklerin de %61'ini oluşturmaktadır. Şirket'in finansal borçları ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli Avro kredisinden oluşmaktadır. 2020 yılı sonu itibarıyla 90 milyon TL olan toplam finansal borçların 31.03.2022 tarihi itibarıyla 164,8 milyon TL'ye çıkmasının en büyük nedeni döviz kurunda yaşanan artışlardır.

Dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde sırasıyla %74, %70, %75 ve %77 olarak gerçekleşmiştir. Dönen Varlıklar, artan satış tutarına bağlı olarak tutar olarak artan alacak bakiyesi ve yükselen hammadde ve kurlarda yaşanan oynaklık nedeniyle yönetim kararıyla artırılan stok tutarları nedeniyle yükselmiştir.

31.03.2022 tarihi itibarıyla 100 milyon TL seviyesinde olan toplam duran varlıkların 74 milyon TL'si maddi duran varlıklardan oluşmaktadır. Söz konusu maddi duran varlıklarda 2021 yılında bir önceki yıla göre yaşanan artış ise ağırlıklı olarak Şirket'in ana ortağı olan Korozo'dan satın alınan ekstrüder makineleri ile birlikte genişleyen makine parkurudur.

Şirket'in özkaynakları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.03.2021, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde, sırasıyla; 16.902.889 TL (Toplam Kaynakların %10'u), 40.462.245 (Toplam Kaynakların %18'i), 158.936.018 TL (Toplam Kaynakların %39'u), 47.063.427 TL (Toplam Kaynakların %18'i) ile 161.465.540 TL (Toplam Kaynakların %37'si)'dir. 2021 yılında Özkaynaklar kaleminde meydana gelen artışın temel nedeni Şirket'in sermayesinin 2021 yılında 70.000 TL'den 150.000.000 TL'ye olağanüstü yedekler ve nakit kullanarak çıkartılmasıdır.

5. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arz gelirinin %37'si sermaye artırımından %63'ü ise ortak satışından kaynaklanmaktadır. Sermaye artırımından elde edilmesi planlanan 115,12 milyon TL'nin Şirket'in 7,5 milyon Avro tutarındaki uzun vadeli finansal borcun kapatılmasında kullanılması planlanmaktadır. Kalan yaklaşık 200 milyon TL'nin kullanımı ise ana ortak olan Korozo'nun inisiyatifinde olacaktır.

6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Yapı kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

6.1. "Çarpan Analizi" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") oranı kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yerli benzer şirketlerin piyasa çarpanları, yabancı benzer şirketlerin piyasa çarpanları, kullanılmıştır.

6.1.1. Yabancı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 10,3X olarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda yerli benzer şirket olarak alınan şirketleri ve Rasyonet ve Bloomberg platformunda elde edilen 30.05.2022 kapanış tarihleri itibarıyla çarpan değerleri kullanılmıştır.

Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	
Berry Global	8,1x
Reynolds Consumer Production	13,9x
CCL Industries	10,3x
Sealed Air	10,7x
Winpak	8,7x
Pactiv	10,1x
Sarantis	11,1x
Medyan	10,3x

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Özkaynak Değeri		
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK		10,3x
FAVÖK	mln TL	109
Şirket Değeri	mln TL	1.119
Net Borç	mln TL	151
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	mln TL	968

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

6.1.2. Yerli Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 8,9x olarak hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda yerli benzer şirket olarak alınan şirketleri ve Rasyonet ve Bloomberg platformunda elde edilen 30.05.2022 kapanış tarihleri itibarıyla çarpan değerleri kullanılmıştır.

Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	
	FD/FAVÖK
Bak Ambalaj	9,0x
Gediz Ambalaj	8,8x
Sekuro Plastik	6,7x
Işık Plastik	11,4x
Medyan	8,9x

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Özkaynak Değeri		
Yerli Şirketler FD/FAVÖK		8,9x
FAVÖK	mln TL	109
Şirket Değeri	mln TL	971
Net Borç	mln TL	151
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	mln TL	821

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

6.1.3. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti Sonucu

Şirket'in firma değeri Yabancı FD / FAVÖK çarpanı ve Yerli FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerinin ortalaması alınarak Şirket'in FD/FAVÖK çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Aşağıdaki tabloda bu yöntemle hesaplanan özkaynak değerleri verilmektedir.

FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri (mln TL)	Değerleme (mn TL)	Ağırlık	Toplam
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	968	50%	484
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	821	50%	411
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri			894

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

6.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Yapı Kredi Yatırım tarafından yapılan INA Analizinde 2022/9 – 2026 arası dönem için nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Gelir ve gider projeksiyonlarında aşağıdaki varsayımlar çerçevesinde tahminler yapılmıştır.

- Hasılat projeksiyonu yapılırken ürün grupları bazında 2018 – 2021 yılı yıllık birleşik büyüme oranları incelenmiş ve 2022 yılı sonrası için sırasıyla çöp torbası segmentinde ton bazında %7,4, saklama ürünleri segmentinde %5, pişirme ürünleri segmentinde %9,6 ve temizlik ürünleri segmentinde %12,5 yıllık birleşik büyüme oranı öngörülmüştür.
- Satılan malın maliyeti hesaplanırken 2021 yılı maliyetlerinin hammadde, personel ve enerji gibi kırılımları temin edilmiş ve ileriye dönük projeksiyonlarında satış miktarındaki artış kadar artış yapılmıştır. Personel giderinde ise %50,54'lük asgari ücret artışı baz alınmıştır.
- Faaliyet gelir ve giderleri enflasyon bazında artırılmış, satış pazarlama giderleri satışlardaki artışa paralel tutulmuştur.
- Şirket'in önümüzdeki dönemde işletme sermayesinde 2021 yıl sonu itibarıyla 116 gün olan ticari alacaklar dönüş hızı 2022 yıl ilk çeyreğinde gerçekleşen artış dikkate alınarak 2022 yılında 150 gün ve sonrasında 140 gün olarak alınmış, stok çevrim süresi 100 gün seviyesinden 118 güne ve ticari borçların çevrim hızı da 2021 yılı sonunda gerçekleşen 118 gün seviyesinde kalacağı varsayılmıştır.
- AOSM hesaplamasında Riskiz Faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvili faiz oranları alınmış ve Yapı Kredi Yatırım tarafından projeksiyon dönümü boyunca yapılan tahminler çerçevesinde yıllar itibarıyla %22,5'ten %15,9'a ineceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla kullanılan AOSM varsayımları yer almaktadır.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	2022	2023	2024	2025	2026	Uç Değer
Risksiz Getiri Oranı (TL)	%22,50	%21,80	%18,40	%15,90	%15,90	%15,90
Hisse Senedi Risk Primi	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç/(Borç + Özkaynaklar)	%46,20	%44,20	%42,20	%40,20	%38,20	%38,20
Vergi Oranı	%23,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00
Sermaye Maliyeti	%28,00	%27,30	%23,90	%21,40	%21,40	%21,40
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	%24,50	%23,80	%20,40	%17,90	%17,90	%17,90
AOSM	%23,80	%23,70	%20,70	%18,50	%18,70	%18,70

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı, %5 olarak alınmıştır.
- Uç değer hesaplaması için 2026 yılı satışları uç değer büyüme oranı kullanılarak artırılmış ve uç değer hesaplamasına baz edilecek normalize bir yılın nakit akışı hesaplanmıştır.
- 2022 yılının kalan 9 aylık serbest nakit akışı hesaplanırken;
 - 2022 yılı ilk çeyreğe ait Net Satışlar, FVOK, Vergi Sonrası Faaliyet Karına Amortisman tutarı, 2022 yılı için tahmin edilen Net Satışlar, FVOK, Vergi Sonrası Faaliyet Karı ve Amortismanı tutarından düşülmüştür.
 - 2022 ilk çeyrek sonu işletme sermayesi ve 2022 yılsonu işletme sermayesi arasındaki fark işletme sermayesi değişimi olarak yansıtılmıştır.
 - 2022 yılı indirgeme faktörü 9 ay için hesaplanmıştır.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 31.03.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit akım analizine göre özkaynak değeri 975.890.402 TL olarak hesaplanmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

mn TL	2022 Son 9 Ay	2023	2024	2025	2026	Uç Değer
Net Satışlar	568	894	1116	1338	1545	1622
Değişim (%)		57%	25%	20%	15%	5%
FVÖK	134	219	272	328	379	398
FVÖK Marjı	24%	24%	24%	25%	25%	25%
(-) Vergi Ödemeleri	31	44	54	66	76	80
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	103	175	218	262	303	318
(+) Amortisman	9	18	24	28	31	33
(-) NİS'teki Artış	73	78	82	79	70	30
(-) Yatırım Harcamaları	48	69	42	35	35	33
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-9,5	46	118	177	229	289
AOSM	23,8%	23,7%	20,7%	18,5%	0,2	
İskonto Faktörü	117,4%	145,2%	175,2%	207,7%	246,4%	
SNA'nın 31.03.2022 itibarıyla değeri	-8	32	67	85	93	
SNA Toplamı	269					
Terminal Büyüme Oranı	5%					
Terminal AOSM	18,70%					
Terminal Değer (TD)	2.113					
TD'nin Bugünkü Değeri	858					
Firma Değeri	1.127					
Net Borç (31.03.2022) (-)	151					
Piyasa Değeri	976					

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

6.3. Değerleme Sonucu

Koroplast şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %50, Piyasa Çarpanı analizi %50 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır. Buna göre Koroplast için Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 935 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemleri Sonuçları	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	975.890.402	50,00%	487.945.201
Piyasa Çarpan Analizi	894.467.876	50,00%	447.233.938
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			935.179.139

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

Söz konusu değere, halka arz iskontosu olarak %25 oranında bir iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 702 milyon TL ve pay başı değer de 4,68 TL olarak hesaplanmaktadır.

Halka Arz Fiyat Hesaplaması	
Nominal Sermaye Tutarı	150.000.000
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	935.179.139
Halka Arz İskonto Oran	25%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri	702.000.000
Halka Arz Fiyatı- TL	4,68

Kaynak: Koroplast Fiyat Tespit Raporu

7. Genel Değerlendirme

- Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş.’nin Yapı Kredi Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali bilgilerin yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Değerleme için İNA Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır. İNA Analizi için kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar açık ve net bir şekilde açıklanmış olmakla birlikte söz konusu varsayımların farklılaşması halinde Şirket Değerinin de değişebileceğini belirtmek isteriz.
- İNA analizi yönteminde kullanılan AOSM’nin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Çarpan analizi için seçilen yerli ve yabancı benzer şirketlerin makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde ortalama olarak medyan değer kullanılması makul olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak değerlendirme yapılmıştır. Kullanılan çarpan makul olmakla birlikte kullanılmayan farklı çarpanların da değerlendirilmesinde incelenebileceğini değerlendirmekteyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan piyasa değerine uygulanan %25 halka arz iskontosu ile hesaplanan 4,68 TL pay başına değeri, yukarıda belirtilen çekince dışında, makul bulmaktayız.