



Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

TACİRLER
YATIRIM

02 Ağustos 2022

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	2
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	2
3. Şirket Hakkında.....	3
4. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	6
5. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	6
6. Görüş	10

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 kuruluş İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“İfo Yatırım”), Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Kısaca “İhraççı”, “Barem Ambalaj” 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

BAREM AMBALAJ HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	03-04 Ağustos
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Yöntemi	Borsa Birincil Piyasada Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Birincil Piyasa İşlem Kodu	BARMA.HE
Dağıtım Yöntemi	Eşit
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	7.500.000 TL
Ortak Satışı (Nominal)	3.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	378.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,00
Tahsisat	Yoktur
Halka Arz İskontosu	%21
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	36,00 TL
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Satmama Taahhütleri	Şirket tarafından 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımı yapmama, Şirket ortakları Recep TAŞYANAR ve Şenferiye TAŞYANAR tarafından 1 yıl boyunca paylarını satmama taahhüdü verilmiştir.
Günlük Geri Alım Emri Taahhüdü	Şirket’in mevcut pay sahipleri olan ve aynı zamanda ortak satışı yöntemiyle paylarını halka arz eden Recep TAŞYANAR ve Şenferiye TAŞYANAR adına Şirket paylarının Borsa’da işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İfo Yatırım aracılığı ile toplamda 600.000 adet (Recep TAŞYANAR için 300.000 TL ve Şenferiye TAŞYANAR için 300.000 TL nominal değerli) günlük geçerli alım emri girecektir. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında kullanılacak azami kaynak, ortak satışı kapsamında elde edilen brüt kaynak kadar olacaktır.
2022 Yılı Mali Performans Garantisi	31.12.2022 finansallarındaki FAVÖK tutarının 2022 yılı için 348.315.087 TL’lik FAVÖK tahmininden daha düşük olması halinde, sapma oranı kadar ilave pay Recep TAŞYANAR ve Şenferiye TAŞYANAR’ın hesaplarından yatırımcıların hesabına aktarılacaktır.

Kaynak: Barem Ambalaj İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

1993 yılında kurulan Şirket, 04.01.2013 tarihinde Barem Oluklu Mukavva Kutu Ambalaj Sanayi ve Tic. Ltd. Şti'nden nevi değişikliğine giderek anonim şirkete dönüşmüş olup merkezi Tire/İzmir'dir. Ana faaliyet alanı oluklu mukavva, safiha, kutu kâğıt ofset baskılı kutu ve her türlü ambalaj ve kutu imal etmek veya bunları dışarıda fason olarak yaptırmak olup konusu ile ilgili ürünlerin dahili ticaretini ve ihracatını yapmaktır. Şirket üretim faaliyetlerini 3 farklı tesiste yürütmekte olup, söz konusu tesisler İzmir/Tire, Gaziantep ve Karaman'da yer almaktadır. 31 Mart 2022 tarihiyle Şirket'in 837 personeli bulunmaktadır.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in 45.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinde mevcut ortaklardan Recep Taşyanar'ın 22.500.000 TL nominal değerde ve %50 oranında, mevcut ortaklardan Şenferiye Taşyanar'ın 22.500.000 TL nominal değerde ve %50 oranında payı bulunmaktadır.

Halka arzda Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 45.000.000 TL'den 52.500.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan 7.500.000 TL nominal değerli paylar sermaye artırımı yoluyla, mevcut ortaklardan Recep TAŞYANAR'a ait 1.500.000 TL nominal değerli, Şenferiye TAŞYANAR'a ait 1.500.000 TL nominal değerli paylar ise ortak satışı yoluyla halka arz edilecektir. Toplam 10.500.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesiyle Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranının %20,00 olması planlanmaktadır.

Aşağıdaki tablo, halka arz öncesi ve Halka Arz Edilecek Paylar'ın tamamının satılması halinde halka arz sonrası oluşacak Şirket sermaye yapısını göstermektedir.

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Recep Taşyanar	A	2.000.000	50,00	A	2.000.000	40,00
	B	20.500.000		B	19.000.000	
Şenferiye Taşyanar	A	2.000.000	50,00	A	2.000.000	40,00
	B	20.500.000		B	19.000.000	
Halka Açık	B	-	-	B	10.500.000	20,00
Toplam	A+B	45.000.000	100	A+B	52.500.000	100

Kaynak: Barem Ambalaj Taslak İzahnamesi

3.2. 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
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.363.173	5.364.461	16.494.019	24.290.270
Finansal Yatırımlar	--	--	1.798.483	1.838.559
Ticari Alacaklar	74.761.559	117.721.956	268.712.492	381.504.734
Diğer Alacaklar	2.260	--	1.334.055	307.808
Stoklar	27.160.064	39.541.065	117.942.381	137.225.110
Peşin Ödenmiş Giderler	678.945	2.634.010	16.294.602	15.593.278
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	136.175	--	--	--
Diğer Dönen Varlıklar	34.257	146.014	--	--
Toplam Dönen Varlıklar	113.136.433	165.407.506	422.576.032	560.759.759
Diğer Alacaklar	4.332	29.332	298.868	292.302

Kullanım Hakkı Varlıkları	--	--	245.686	591.881
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.031.989	5.687.764	--	--
Maddi Duran Varlıklar	91.056.466	137.807.828	217.783.528	269.175.068
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	485.642	399.165	320.801	543.304
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18.532.555	28.469.235	--	--
Toplam Duran Varlıklar	116.110.984	172.393.324	218.648.883	270.602.555
Toplam Varlıklar	229.247.417	337.800.830	641.224.915	831.362.314
Kısa Vade Borçlanmalar	27.833.761	13.327.875	115.303.994	167.139.586
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	29.220.233	60.294.758	51.772.318	56.189.189
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	--	--	134.787	388.560
Ticari Borçlar	21.892.925	41.807.062	64.088.406	71.869.059
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.945.183	3.490.796	5.263.275	7.129.830
Diğer Borçlar	3.105.492	5.909.890	4.665.504	5.682.373
Ertelenmiş Gelirler	1.000.639	4.174.651	7.813.241	7.044.220
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	28.058	15.450.379	13.495.791
Kısa Vadeli Karşılıklar	886.120	1.857.490	2.997.623	3.347.497
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.114	26.550	--	--
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	88.900.467	130.917.130	267.489.527	332.286.105
Uzun Vadeli Borçlanmalar	56.108.541	80.377.024	49.994.212	86.130.567
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	--	--	130.684	224.975
Diğer Borçlar	4.407.211	--	--	--
Ertelenmiş Gelirler	--	--	706.086	567.032
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.139.455	2.239.240	2.820.172	3.213.265
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	--	--	4.474.569	5.259.447
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.655.207	82.616.264	58.125.723	95.395.286
Toplam Yükümlülükler	151.555.674	213.533.394	325.615.250	427.681.391
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir ve Giderler	477.326	360.466	69.554.013	69.842.364
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.129.854	2.129.854	2.129.854	5.840.442
Geçmiş Yıllar Karları	5.110.555	29.930.205	76.777.116	195.529.278
Net Dönem Karı	24.974.008	46.846.911	122.158.682	87.468.839
Toplam Özkaynaklar	77.691.743	124.267.436	315.619.665	403.680.923
Toplam Kaynaklar	229.247.417	337.800.830	641.234.915	831.362.314

Kaynak Barem Ambalaj İzahnamesi

31.03.2022 tarihinde sona eren ara dönem itibarıyla, Şirket'in toplam varlıklarının %67'sini dönen varlıklar oluşturmaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılatındaki artışlara bağlı olarak ticari alacaklarda da artış görülmüştür. Arzdaki sıkıntı ve fiyatların yükseliyor olması Şirket'i 2021 yılında yüksek stok tutmaya itmiştir. Maddi duran varlıklar 31.03.2022 döneminde 2021 yıl sonuna göre %23,6 artışla 269,2 milyon TL'ye yükselmiştir, artış duran varlık girişleri ve değer artışlarına bağlı olarak görülmüştür. Şirket'in kaynaklarının %40'ı kısa vadeli yükümlülüklerden, %11,5'i uzun vadeli yükümlülüklerden ve %48,6'sı ise özkaynaklardan meydana gelmektedir. 31.03.2022 döneminde 2021 yıl sonuna göre ticari borçlar %12,1 artışla 71,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in ana faaliyetlerindeki artışa bağlı olarak ticari borçlarda artış görülmüştür. Toplam finansal borçlar 31.03.2022 tarihi itibarıyla 310,1 milyon TL'dir, toplam kaynakların %37,3'ünü toplam yükümlülüklerin de %72'sini oluşturmaktadır. Yabancı para borçların toplam finansal borçlara oranı %22 seviyesindedir. 31.03.2022 döneminde çatı GES ve makine yatırımları ile işletme sermayesi ihtiyacını finanse etmek amaçlı finansal borçlulukla artış görülmüştür.

Dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde sırasıyla %49, %49, %65,9 ve %67,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in özkaynakları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihlerinde, sırasıyla; 77.691.743 TL {Toplam Kaynakların %34'ü}, 124.267.346 TL (Toplam Kaynakların %37'si), 315.619.665 TL (Toplam Kaynakların %49'u), 403.680.923 TL (Toplam Kaynakların %49'u)'dir.

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	304.058.160	412.130.921	771.092.293	141.594.146	370.487.805
Satışların Maliyeti	-246.264.503	-322.879.723	-566.813.371	-113.143.684	-257.469.724
Brüt Kar	57.793.657	89.251.198	204.278.922	28.450.462	113.018.081
Brüt Kar Marjı	19,01%	21,66%	26,49%	20,09%	30,51%
Genel Yönetim Giderleri	-8.715.620	-11.809.557	-13.696.061	-2.382.484	-4.995.514
Pazarlama Giderleri	-10.797.778	-15.903.343	-25.669.557	-4.869.535	-9.645.065
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.326.767	11.169.173	30.129.499	6.704.556	17.844.844
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8.091.030	-19.610.245	-23.854.380	-3.238.948	-7.027.013
Faaliyet Karı	35.515.996	53.097.226	171.188.423	24.664.051	109.195.333
Faaliyet Karı Marjı	11,68%	12,88%	22,20%	17,42%	29,47%
FAVÖK	45.808.461	72.421.968	179.795.439	24.705.658	103.425.002
FAVÖK Marjı	%15,1	%17,6	%23,3	%17,4	%27,9
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	73.540	2.821.592	16.730.198	8.980.500	25.000
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının iptalleri	-777.138	-535.950	437.025	947.330	661.358
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	34.812.398	55.382.868	188.355.646	34.591.881	109.881.691
Finansman Giderleri	-17.250.530	-18.310.681	-27.404.847	-4.750.987	-9.406.850
Vergi Öncesi Kar	17.561.868	37.072.187	160.950.799	29.840.894	100.474.841
Vergi Gideri (Geliri)	7.412.140	9.774.724	-38.792.097	-3.591.762	-13.006.002
Dönem Karı (Zararı)	24.974.008	46.846.911	122.158.702	26.249.132	87.468.839
Net Dönem Kar Marjı	8,21%	11,37%	15,84%	18,54%	23,61%

Kaynak: Barem Ambalaj İzahnamesi

Şirket'in hasılatı 31.03.2022 döneminde bir önceki döneme göre %87,1 artışla 370,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılı ve 31.03.2022 döneminde yapılan makine ve ekipman yatırımlarının devreye alınması kapsamında üretimi gerçekleştirilen ürünlerin katma değerindeki artış ile ürün satış fiyatlarındaki artışın etkisiyle Şirket'in hasılatı artış göstermiştir. Şirket'in Brüt kâr marjı 2019, 2020, 2021, 31.03.2022 dönemlerinde sırasıyla %19, %21,7, %26,5, %30,4 olarak gerçekleşmiştir. Esas Faaliyetlerden diğer gelirlerdeki artış, kur farkı gelirlerindeki artışa bağlı olarak görülmüş olup artışta ertelenmiş finansman gelirlerindeki artışın da etkisi olmuştur. Şirket'in 2019 yılında 25 milyon TL olan net dönem karı, 2020 yılında %87,6 artışla 46,8 milyon TL'ye, 2021 yılında 2020 yılına göre %160,8 artışla 122,2 milyon TL'ye, 31.03.2022 döneminde ise geçtiğimiz yılın aynı dönemine göre %233,2 artışla 87,5 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in Net kâr marjı 2019, 2020, 2021, 31.03.2021, 31.03.2022 dönemlerinde sırasıyla %8,21, %11,37, %15,84, %18,54 %30,4 olarak gerçekleşmiştir.

4. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Finansal Borçların Ödenmesi	%45
İşletme Sermaye İhtiyaçlarının Karşıllanması	%55

Kaynak Barem Ambalaj İzahnamesi

5. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

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

5.1. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken FD/FAVÖK ve F/K çarpanı dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2022/03-4Ç EBITDA ve 2022/03-4Ç Net Kar verileri kullanılarak cari FD/FAVÖK çarpanına %50, cari F/K çarpanına %50 ağırlık verilerek değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanı sıra hem yapılması planlanan yatırımların ve hem de 2021 yılı son çeyreğinde ve sonrasında artan kurun değere etkisini yansıtabilmek adına FD/FAVÖK22T çarpanı da değer tespitinde göz önünde bulundurulmuştur. Yurt dışı çarpanlarda cari FD/FAVÖK çarpanına %25, FD/FAVÖK22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

Çarpan Analizinde Kullanılan Şirket Verileri (mnTL)	
Net Kar 2022/03 (Yıllıklandırılmış)	183
FAVÖK 2022/03 (Yıllıklandırılmış)	259
FAVÖK 2022T	348
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290

Kaynak Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

5.1.1. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Barem Ambalaj, faaliyet alanı anlamında BIST Kâğıt, Basım grubunda yer alan şirketler ile benzeşmektedir. Bu nedenle BIST Kâğıt, Basım grubundaki şirketlerin çarpanları değerlendirilmede göz önünde bulundurulmuştur. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı örnekleme dahil edilmemiştir. BIST Kâğıt, Basım grubundaki şirket çarpanlarından gelen değer tespit edilirken F/K çarpanına %50 FD/FAVÖK çarpanına %50 ağırlık verilmiştir. Yurt içi çarpanlardan piyasa değeri 1.640 mn TL olarak tespit edilmiştir.

BIST Kâğıt, Basım Grubundaki Şirketler ve Çarpanları			
BIST Kodu	Şirket Adı	FD/FAVÖK	F/K
DOBUR	Doğan Burda	1040,0	126,0
IHGZT	İhlas Gazetecilik	28,9	4,1
OLMK	Mondi Olmuksan	6,5	7,6
TIRE	Mondi Tire Kutsan	6,5	7,7
KONKA	Konya Kâğıt	8,4	5,7
KAPLM	Kaplamın	13,5	19,5
KARTN	Kartonsan	6,5	7,7
ALKA	Alkim Kâğıt	7,0	7,5
DURDO	Duran Doğan Basım	7,9	22,2
PRZMA	Prizma Press Matbaacılık	29,7	-36,6
BAKAB	Bak Ambalaj	9,4	9,7
SAMAT	Saray Matbaacılık	28,4	-84,3
HURGZ	Hürriyet Gzt.	-8,7	163,0
TEZOL	Europap Tezol Kâğıt	9,0	5,3
VIKING	Viking Kâğıt	44,4	-1,8
Ortalama		12,1	10,3
Medyan		8,4	7,7

Kaynak Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

BIST Kâğıt, Basım Grubu FD/FAVÖK Çarpanına Göre	
Barem Ambalaj FAVÖK2022/03 4Ç	259
BIST Kâğıt, Basım Grubu Medyan FD/FAVÖK	8,4
Firma Değeri	2.167
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Piyasa Değeri	1.878
FD/FAVÖK Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	%50

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

BIST Kâğıt, Basım Grubu F/K Çarpanına Göre	
Barem Ambalaj Net Kar 2022/03 4Ç	183
BIST Kâğıt, Basım Grubu Medyan F/K	7,7
Piyasa Değeri	1.403
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	%50

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

BIST Kâğıt Basım Grubu Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri	(mnTL)
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (%50)	1.878
F/K Çarpanına Göre Özkaynak Değeri (%50)	1.403
Piyasa Değeri	1.640

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

5.1.2. Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 16 Mayıs 2022 tarihli dir. Değerleme yapılırken FD/FAVÖK 2022/03-4Ç çarpanına %25, FD/FAVÖK2022T çarpanına %25 ve F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilerek yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklandırmaya göre Yurtdışı çarpanlardan piyasa değeri 2.458 mn TL olarak tespit edilmiştir.

Yurt Dışı FD/FAVÖK Çarpanına Göre	
Barem Ambalaj EBITDA 2022/03 4Ç	259
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	9,9
Firma Değeri	2.555
Net Borç 2022/03	290
Piyasa Değeri	2.265
FD/FAVÖK Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	%25

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı FD/FAVÖK 2022T Çarpanına Göre	
Barem Ambalaj EBITDA 2022T	348
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK 2022T	7,4
Firma Değeri	2.571
Net Borç 2022/03	290
Piyasa Değeri	2.282
FD/FAVÖK 2022T Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	%25

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı F/K Çarpanına Göre	
Barem Ambalaj Net Kar 2022/03 4Ç	183
Yurt Dışı Benzer Medyan F/K	14,4
Piyasa Değeri	2.642
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık	%50

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri	(mnTL)
FD/FAVÖK Çarpanına Göre (%25)	2.265
FD/FAVÖK2022T Çarpanına Göre (%25)	2.282
F/K Çarpanına Göre (%50)	2.642
Piyasa Değeri	2.458

Kaynak Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

5.2“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yapılan INA Analizinde 2022-2028 arası dönem için nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Gelir ve gider projeksiyonlarında aşağıdaki varsayımlar çerçevesinde tahminler yapılmıştır.

- Şirket miktarsal bazda yurt içinde 2019-2021 yılları arasında yıllık bileşik %7,8 büyümüştür. 2021-2025 arasından %3,6 reel büyüme tahmin edilmiştir. Birim fiyat artışının 2021-2025 arasında yıllık bileşik %44 artacağı tahmin edilmiştir. 2021-2025 arasında ihracatta bileşik olarak %9,6 büyüme öngörmektedir. 2021-2025 arasında yıllık bileşik %50,3 satış büyümesi varsayılmıştır. Yükselen satışlar ölçek ekonomisiyle brüt kar marjını artırması beklenmektedir.
- 2019-2021 döneminde %15,1’ den %23,3’e yükselen FAVÖK marjı 2022/03’te %27,9 olarak kaydedilmiştir.2021-2025 arasında yıllık bileşik büyümenin %50,5 olacağı yönetim tarafından öngörülmektedir.
- 2022 yılı için kurumlar vergisi %23 alınırken sonraki yıllar için %20 olarak belirlenmiştir.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı, %5 olarak alınmıştır.
- Uç değer hesaplaması için 2028 yılı satışları uç değer büyüme oranı kullanılarak artırılmış ve uç değer hesaplamasına baz edilecek normalize bir yılın nakit akışı 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 2.284 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	
Risksiz Faiz Oranı	24%
Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,50%
Özsermaye Maliyeti	29,40%
Borç Maliyeti	24,90%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	43,40%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	56,60%
Kurumlar Vergisi Oranı	20,40%
AOSM	25,24%

INA (mnTL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç değer
Net Satışlar	304,1	412,1	771,1	1.517,80	2.303,20	3.083,30	3.928,70	4.714	5.422	5.964	
Değişim		36%	87%	97%	52%	34%	27%	20%	15,00%	10,00%	
EBITDA	45,8	72,4	179,8	348,3	537,1	722,6	923,5	1.108,20	1.274,50	1.401,90	
Değişim		58%	148%	94%	54%	35%	28%	20%	15%	10,00%	
EBITDA Marjı	15,10%	17,60%	23,30%	22,90%	23,30%	23,40%	23,50%	23,50%	23,50%	23,50%	
Esas Faaliyet Karı	38,3	61,5	164,9	328	512,6	691,9	885,7	1.062,00	1.217,30	1.332,70	
Değişim	a.d.	61%	168%	99%	56%	35%	28%	20%	15%	9%	
Vergi	22,00%	22,00%	25,00%	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	
Operasyonel Vergiler	-8,4	-13,5	-41,2	-75,4	-102,5	-138,4	-177,1	-212,4	-243,5	-266,5	
Amortisman	-7,5	-10,9	-14,9	-20,3	-24,5	-30,7	-37,8	-46,2	-57,2	-69,3	
Net Yatırım	-23,9	-54,7	-15,8	-56,2	-41,9	-56	-71,4	-85,7	-98,5	-108,4	
Giderleri											
Yatırım/Satış	7,90%	13,30%	2,00%	3,70%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	1,80%	
Yatırım/Amortisman	3,2	5	1,1	2,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	1,6	
İşletme Sermayesi Değiş.		-17,3	-116,7	-163,9	-192,4	-191,1	-207,1	-192,5	-173,2	-132,8	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				189,6	200,4	337,1	467,9	617,7	759,3	894,2	4.629,90
Değişim				a. d	5,70%	68,20%	38,80%	32,00%	22,90%	17,80%	5,00%
AOSM			25,30%	25,30%	25,30%	25,30%	25,30%	25,30%	25,30%	25,30%	25,30%
İndirgenmiş Nakit Akımı				174,2	151,2	203	224,9	237	232,6	218,6	1.131,90
NBD	1.441										
Uç Değer BD	1.132										
Firma Değeri	2.573										
Uç Değer Payı	44,00%										
Uç Değer Büyüme	5,00%										
Uç Değer Çıkış	3,3										
Çarpanı											
Net Borç	290										
Piyasa Değeri	2.284										

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

5.2. Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %50, BIST Kâğıt Basım Grubu Çarpanı analizi %40, Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanı Analizi %10 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket için Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 2.044 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu değere, halka arz iskontosu olarak %21 oranında bir iskonto uygulanarak halka arz iskontosu sonrası piyasa değeri 1.620 milyon TL ve pay başı değer de 36,00 TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Yöntemleri Sonuçları	Özkaynak Değeri (mnTL)
İNA (%50)	2.284
BIST Kâğıt Basım Grubu (%40)	1.640
Yurt Dışı Benzerler (%10)	2.458
Barem Ambalaj Piyasa Değeri	2.044
İskonto Oranı	%21
Nihai Değer (mnTL)	1.620
Ödenmiş Sermaye (TL)	45.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL)	36,00

Kaynak: Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- Değerleme için INA Analizi ile birlikte Çarpan Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını uygun bulmaktayız.
- Çarpan analizinde Yurtiçi ve Yurtdışı benzer şirketler analizinin kullanılmasını ve Yurtiçi Benzer Şirket analizinde BIST Kâğıt, Basım grubu şirketlerinin medyan rakamlarının kullanılmasını makul bulmakla birlikte, bahse konu şirketler arasında Barem Ambalaj ile benzer faaliyetlerde bulunmayan (Viking, Europap, İhlas Gazetecilik gibi) firmaların mevcut olduğunu belirtmek isteriz.
- INA Analizi için kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar açık, anlaşılır ve detaylı bir şekilde açıklanmıştır. Ancak söz konusu varsayımların farklılaşması halinde Şirket Değerinin de değişebileceğini belirtmek isteriz.
- İNA Analizi yönteminde kullanılan AOSM'nin de makul olduğunu düşünmekteyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımlarına %50 ve Piyasa Çarpanları Analizleri Yöntemlerine %50 ağırlık vererek hesaplanan piyasa değerine %21 iskonto uygulanmış ve 36,00 TL pay başına değer hesaplanmıştır. Belirlenen pay başına fiyat olan 36,00 TL'nin, yukarıda belirttiğimiz çekincelerimiz dışında, makul olduğunu düşünmekteyiz.