

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Barem Ambalaj" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri					
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	45.000.000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	10.500.000	
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	52.500.000	Halka Açılacak Oran (%)	20,00%	
	Sermaye Arttırımı (TL)	7.500.000	Halka Açılacak Oran (ek satış dahil) (%)	20,00%	
	Mevcut Pay Satışı (TL)	3.000.000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	36,00	
	EK Pay Satışı (TL)	-	Satış Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit fiyat ile talep toplama	

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

1993'te kurulan Şirket, 04.01.2013 tarihinde Barem Oluklu Mukavva Kutu Ambalaj Sanayi ve Tic. Ltd. Şti.'nden nevi değişikliğine giderek anonim şirkete dönüşmüş olup şirket merkezi Tire/İzmir'dir. Şirket'in faaliyet alanı oluklu mukavva, safiha, kutu kağıt 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, ambalaj sektöründe yüksek katma değere sahip ürün grubu olan ofset baskılı ambalaj üretmekte olup, Şirket'in ürettiği ürünler kendi içinde, ofset baskılı sıvımalı kutu ve ofset baskılı karton kutu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Şirket üretim faaliyetleri kapsamında; ISO 9001:2015 (Kalite Yönetim Sistemi Sertifikası), ISO 22000:2018 (Gıda Güvenliği Yönetim Sistemi Sertifikası) ve dünya çapındaki prestijli gıda güvenliği standartlarından olan BRCGS Küresel Ambalaj Malzemeleri Standardı Onay Sertifikasına sahiptir. Aynı zamanda Şirket, sahip olduğu FSC belgesi (Kağıtların Bağımsız Bir Şekilde Sürdürülebilir ve Çevre Dostu Olarak Değerlendirildiğine İlişkin Sertifika) ile üretilen ürünlerin yaşanılabilir bir geleceğe katkı sunması, geri dönüşüm gereklilikleri ve sürdürülebilir orman varlığını koruyup desteklemesi adına güvence vermektedir.

Şirket üretim faaliyetlerini Türkiye'nin 3 farklı bölgesinde bulunan, 44 bin m²'si açık alan olmakla birlikte toplamda 84 bin m² kurulu alanda 3 farklı tesiste yürütmektedir. Şirket'in kendi mülkiyetine ait olan söz konusu tesisler, İzmir/Tire, Gaziantep ve Karaman'da yer almaktadır. Şirket'in kapasite raporları çerçevesindeki teknik kapasitesi yıllık 113.189 ton olmakla birlikte fiili üretim kapasitesi yıllık yaklaşık 100.000 tondur. 2018-2020 yılları arasında 3 fabrikada da yapılan son teknolojik ofset baskı, laminasyon ve kesim makine yatırımları ile toplam kurulu kapasitesine ek olarak üretim verimliliği ve niteliği de artırılmıştır.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Recep Taşyanar	A	2.000.000	50,00%	2.000.000	40,00%
	B	20.500.000		19.000.000	
Şenferiye Taşyanar	A	2.000.000	50,00%	2.000.000	40,00%
	B	20.500.000		19.000.000	
Halka Açık Kısım	A	-	-	10.500.000	20,00%
Toplam	A+B	45.000.000	100,0%	52.500.000	100,0%

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Halka Arz Gerekçeleri:

- Şirket'in özkaynaklarının güçlendirilmesi,
- İşletme sermayesinin güçlendirilmesi,
- Büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması,
- Renovasyon ve kapasite artırımı amaçlı yatırımların finanse edilmesi,
- Şirket'in bilinirliğinin yurt içi ve yurt dışında artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel müşteriler nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması,
- Sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ve raporlama standartlarının geliştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- Şirket paylarının likit hale getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşulması olarak sayılabilir.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:

Tahmini halka arz masraflarının çıkarılması ile hesaplanacak net halka arz gelirinden Şirket'e düşen kısmın 255.750.000 TL olması beklenmekte olup, aşağıda fon kullanım alanları verilmiştir.

- Finansal Borçların Ödenmesi (%45)
- İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması (%55)

İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında %10 kadar geçiş yapılabilecektir.

3.Özet Finansallar

(TL)	2019	2020	2021	2021/03	2022/03
Net Satışlar	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
FAVÖK	45.808.461	72.421.968	179.795.439	24.705.658	103.425.002
FVÖK	35.515.996	53.097.226	171.188.403	24.664.051	109.195.333
Vergi Öncesi Kar	17.561.868	37.072.187	160.950.779	29.840.894	100.474.841
Net Kar	24.974.008	46.846.911	122.158.682	26.249.132	87.468.839

Net Borç, Özkaynak, FAVÖK

(TL mn)	2020	2021	2022/03
Net Borç	154,5	202,8	289,6
Özkaynak	124,3	315,6	403,7
Net Borç/Özkaynak	124,3%	64,3%	71,7%
Net Borç/ FAVÖK	2,1	1,1	1,1
FAVÖK*	72,4	179,8	259

*Yıllıklandırılmış

4. Değerleme

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)
- Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK, F/K)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	23,9%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%
Özsermaye Maliyeti	29,4%
Borç Maliyeti	24,9%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	43,4%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	56,6%
Kurumlar Vergisi Oranı	20,4%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	25,3%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

(mn TL)	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç Değer
Net Satışlar	771,1	1.517,8	2.303,2	3.083,3	3.928,7	4.714	5.422	5.964	
FAVÖK	179,8	348,3	537,1	722,6	923,5	1.108,2	1.274,5	1.401,9	
Esas Faaliyet Karı	164,9	328,0	512,6	691,9	885,7	1.062,0	1.217,3	1.332,7	
Vergi	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
Operasyonel Vergiler	(41,2)	(75,4)	(102,5)	(138,4)	(177,1)	(212,4)	(243,5)	(266,5)	
Amortisman	(14,9)	(20,3)	(24,5)	(30,7)	(37,8)	(46,2)	(57,2)	(69,3)	
Net Yatırım Giderleri	(15,8)	(56,2)	(41,9)	(56,0)	(71,4)	(85,7)	(98,5)	(108,4)	
İşletme Sermayesi Değişimi	(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	4.629,9
AOSM	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%
İndirgenmiş Nakit Akımı		174,2	151,2	203,0	224,9	237,0	232,6	218,6	1.131,9
Firma Değeri	2.573								
Uç Değer Payı	44%								
Uç Değer Büyüme	5,0%								
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,3								
Net Borç	290								
Piyasa Değeri	2.284								
Hisse Sayısı	45								
Hisse Fiyatı	50,75								

Piyasa Çarpanları Analizi

mn TL	Değer
Barem Ambalaj EBITDA 2022/03 4Ç	259
BIST Kağıt, Basım Grubu Medyan FD/FAVÖK (x)	8,4
BIST Kağıt, Basım Endeksi Şirketleri FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.167
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
BIST Kağıt, Basım Endeksi FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.878
FD/FAVÖK (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Barem Ambalaj Net Kar 2022/03 4Ç	183
BIST Kağıt, Basım Grubu Medyan F/K (x)	7,7
BIST Kağıt, Basım Endeksi Şirketleri F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.403
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Kağıt, Basım Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.640

mn TL	Değer
Barem Ambalaj FAVÖK 2022/03 4Ç	259
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK (x)	9,9
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.555
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.265
FD/FAVÖK (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Barem Ambalaj FAVÖK 2022T	348
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK 2022T (x)	7,4
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.571
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022T(x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.282
FD/FAVÖK 22T (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Barem Ambalaj Net Kar 2022/03 4Ç	183
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	14,4
BIST Kağıt, Basım Grubu F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.642
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.458

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi %50-50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere **%21** halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası **1.620 mn TL** piyasa değeri ve pay başı **36,0 TL** değer tespit edilmiştir.

Değer Çarpanları	2022/03	2022T
FD/FAVÖK	7,4	5,5
F/K	8,8	-
FD/Satış	1,9	1,3
PD/DD	4,0	-

Değerleme Özeti	Değer (mn TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	2.284	50%	50,8
Bist-Kağıt Basım Endeksi	1.640	40%	36,5
Yurtdışı Benzerler	2.458	10%	54,6
Halka Arz Piyasa Değeri	2.044	100%	45,4
Halka Arz İskontosu	-21%		
Nihai Değer	1.620		36,0

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Barem Ambalaj hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Barem Ambalaj için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Analizi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi'ne sırasıyla %50-50 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan Analizi yaklaşımında Yurtiçi Benzer Şirketler ve Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanları sırasıyla %40 ve %10 olarak ağırlıklandırılmıştır.
- Çarpan analizinde medyan değerlerin kullanılmasını sağlıklı bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %21 iskonto oranı uygulanarak 36,00 TL pay başına fiyat hesaplanmıştır.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.