

BAREM AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

2 Ağustos 2022



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum	5
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4.1	Pazar Yaklaşımı	8
4.1.1	Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi	8
4.1.2	BİST Kağıt – Basım Endeksi Benzer Şirketler Çarpan Analizi	10
4.2	Gelir Yaklaşımı	11
5	Görüş	13
5.1	Pazar Yaklaşımı	13
5.2	Gelir Yaklaşımı	13
5.3	Sonuç	13

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İfo Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlar olduğu Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Barem Ambalaj", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım'ın hazırladığı 28 Temmuz 2022 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.



1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	45.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%20,00
Halka Arz Metodu	%71,43 Ortak Satışı %28,57 Sermaye Artışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Toplam: 10.500.000 TL Sermaye Artırımı: 7.500.000 TL Ortak Satışı: 3.000.000 TL
Ek Satış	Planlanmamaktadır
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 365 gün
2022 Yılı Mali Performans Garantisi (FAVÖK Taahhüdü)	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 ortakların hesaplarından yatırımcıların hesabına aktarılacaktır (Sahip olunan pay adedi X İlave Pay Oranı maksimum %50 olarak dikkate alınacaktır)
Günlük Alım Emri Taahhüdü	5 işlem günü süreyle her gün açılış seansında, halka arz fiyatından, İno Yatırım aracılığı ile toplamda 600.000 adet günlük geçerli alım emri girecektir
Tahsisat Grupları	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	378 mn TL
Talep Toplama	3-4 Ağustos
Halka Arz Fiyatı	36,00 TL
BIST İşlem Kodu	BARMA.HE
Mali Tablo Denetçisi	Aday Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Grubu	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
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		-	-	10.500.000	20,00
TOPLAM	A+B	45.000.000	100,00	52.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket 1993 yılında kurulmuş olup 2012’de A.Ş.’ye dönüşmüştür. Şirket, İzmir, Gaziantep ve Karaman’da kurulu olan 3 farklı tesisinde toplamda yıllık 113,1 bin ton üretim teknik kapasitesi ile ambalaj sektöründe yüksek katma değere sahip ürün grubu olan ofset baskılı ambalaj üretmekte olup üretilen ürünler kendi içinde ofset baskılı sıvımalılı kutu ve ofset baskılı karton kutu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. GES yatırımları, pandemi sonrası artan ambalajlı ürün talebi ve Konya OSB’de kurulması planlanan kağıt fabrikası Şirket için önemli bir büyüme hikayesi oluştururken, Şirket, 2020 yılı itibari ile İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından açıklanan Türkiye’nin ilk 1000 Büyük Sanayi Kuruluşu içerisinde yer alan ambalaj sektörü firmaları arasında 41. Sırada yer alırken ISO 2. 500’de 173. Sırada yer almıştır.

Şirket’in satışların ürün gruplarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 3: Satışların Ürün Gruplarına Göre Kırılımı

Hasılat (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
Kutu	287.014.145	384.307.076	711.152.173	131.388.590	350.339.877
Hurda Kağıt & Karton	10.554.923	16.277.177	35.944.953	6.536.750	14.967.060
Diğer	6.489.091	11.546.668	23.995.168	3.668.806	5.180.868
TOPLAM	304.058.160	412.130.921	771.092.293	141.594.146	370.487.805

Kaynak: İzahname

3 Finansal Durum

Tablo 4: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2021	31.03.2022
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
Genel Yönetim Giderleri	(8.715.620)	(11.809.557)	(13.696.061)	(2.382.484)	(4.995.514)
Satış-Pazarlama Giderleri	(10.797.778)	(15.903.343)	(25.669.577)	(4.869.535)	(9.645.065)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler Net	(2.764.263)	(8.441.072)	6.275.119	3.465.608	10.817.831
EBITDA	45.808.461	72.421.968	179.795.439	24.705.658	103.425.002
Amortisman	(7.528.202)	(10.883.670)	(14.882.155)	(3.507.215)	(5.047.500)
EBIT	35.515.996	53.097.226	171.188.403	24.664.051	109.195.333
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	73.540	2.821.592	16.730.198	8.980.500	25.000
TFRS 9 Değ. Düş. Kaz./Zar.	(777.138)	(535.950)	437.025	947.330	661.358
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	160.950.779	29.840.894	100.474.841
Vergi	(268)	(128.996)	(15.754.449)	(63.164)	(12.302.454)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	7.142.408	9.903.720	(23.037.648)	(3.528.598)	(703.548)
Net Kar	24.974.008	46.846.911	122.158.682	26.249.132	87.468.839

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



Tablo 5: Bilanço

(TL)	BİLANÇO			
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	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
Stoklar	27.160.064	39.541.065	117.942.381	137.225.110
Diğer Alacaklar	2.260	-	1.344.055	307.808
Peşin Ödenmiş Giderler	678.945	2.634.010	16.294.602	15.593.278
Diğer Dönen Varlıklar	170.432	146.014	-	-
Toplam Dönen Varlıklar	113.136.433	165.407.506	422.586.032	560.759.759
Diğer Alacaklar	4.332	29.332	298.868	292.302
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	485.642	399.165	320.801	543.304
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.031.989	5.687.764	-	-
Maddi Duran Varlıklar	91.056.466	137.807.828	217.783.528	269.175.068
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	245.686	591.881
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 VARLIKLAR	229.247.417	337.800.830	641.234.915	831.362.314
Kısa Vadeli Borçlar	27.833.761	13.327.875	115.303.994	167.139.586
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	29.220.233	60.294.758	51.772.318	56.189.189
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	28.058	15.450.379	13.495.791
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	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
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	902.234	1.884.040	2.997.623	3.347.497
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	88.900.467	130.917.130	267.489.527	332.286.105
Uzun Vadeli Borçlar	56.108.541	80.377.024	49.994.212	86.130.567
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	-	130.684	224.975
Diğer Borçlar	4.407.211	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	-	-	706.086	567.032
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	4.474.569	5.259.447
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.139.455	2.239.240	2.820.172	3.213.265
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.655.207	82.616.264	58.125.723	95.395.286
Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000
Diğer Kapsamlı Gelirler/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 Yıl Karları	5.110.555	29.930.205	76.777.116	195.529.278
Net Kar	24.974.008	46.846.911	122.158.682	87.468.839
Özkaynaklar	77.691.743	124.267.436	315.619.665	403.680.923
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	229.247.417	337.800.830	641.234.915	831.362.314

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 6: Net Finansal Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (mn TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,4	16,5	24,3
Diğer Alacaklar*	-	1,6	0,6
Finansal Yatırım	-	1,8	1,8



Net Borçluluk Durumu (mn TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Kısa Vadeli Finansal Borç	13,3	115,3	167,1
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısmı	60,3	51,8	56,2
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	0,3	0,6
Diğer Borçlar	5,9	4,7	5,7
Uzun Vadeli Borçlar	80,4	50,0	86,1
Ertelenmiş Gelirler	-	0,7	0,6
Net Borç	154,5	202,8	289,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Diğer alacak, kiralama işlemlerinden borçlar ve diğer borçlar uzun + kısa borçları kapsar

Şirket'in likidite oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 7: Likidite Oranları

Likidite Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Cari Oran	1,27	1,26	1,58	1,69
Likidite Oranı	0,96	0,94	1,08	1,23

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in finansal yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 8: Borçluluk Oranları

Borçluluk Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	66,1%	63,2%	50,8%	51,4%
Kısa Vadeli Finansal Borç/Özkaynak	73,4%	59,2%	53,0%	55,4%
Faiz Karşılama Oranı	2,70	4,00	6,60	8,10
Net Borç/EBITDA	2,40	2,10	1,10	1,10
Kısa Vadeli Yabancı Borç/Pasif	38,8%	38,8%	41,7%	40,0%
Uzun Vadeli Yabancı Borç/Pasif	27,3%	24,5%	9,1%	11,5%
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	33,9%	36,8%	49,2%	48,6%
Özkaynak/Pasif	195,1%	171,8%	103,2%	105,9%
Toplam Borçlar/Özkaynak	74,7%	72,1%	66,7%	72,5%
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	66,1%	63,2%	50,8%	51,4%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in karlılık oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 9: Karlılık Oranları

Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2019	2020	2021	2022/3
Brüt Marj	19,0%	21,7%	26,5%	28,9%
EBIT Marjı	11,7%	12,9%	22,2%	25,6%
EBITDA Marjı	15,1%	17,6%	23,3%	25,9%
Net Kar Marjı	8,2%	11,4%	15,8%	18,3%
ROE	32,1%	37,7%	38,7%	45,4%
ROA	15,5%	15,7%	26,7%	30,8%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10: Yatırım Oranları

Yatırım Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Yatırım/Amortisman	317,4%	502,8%	106,0%	341,9%



Yatırım Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Yatırım/Net Satış	7,9%	13,3%	2,0%	5,6%
EVA-TL	(14.153.407)	(16.613.674)	20.674.690	35.341.303,7
ROIC	7,2%	9,3%	30,1%	30,8%
CRR	54,5%	55,7%	55,3%	63,9%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in işletme sermayesi hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 11: İşletme Sermayesi Hesaplaması

İşletme Sermayesi	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022	2022T
Ticari Alacaklar +	74,8	96,2	193,2	325,1	369,3
Stoklar +	27,2	33,4	78,7	127,6	130,5
Peşin Ödenmiş Giderler -	0,7	1,7	9,5	15,9	9,1
Diğer Dönen Varlıklar +	0,2	0,2	0,1	-	0,5
Ticari Borçlar -	21,9	31,8	52,9	68,0	104,0
Ertelenmiş Gelirler +	1,0	2,6	6,0	7,4	8,8
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler -	5,8	5,6	14,6	23,8	24,7
Net İşletme Sermayesi	74,0	91,3	208,0	369,4	371,9
Hasılat	304	412	771	370	1.518
Net İşletme Sermayesi/Hasılat	%24,3	%22,2	%27,0		%24,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 28 Temmuz 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımı) ve dikkate alınmıştır.

Şirket'in değerlemesinde kullanılan temel veriler aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede İnfo Yatırım çarpan analizi metodunu tercih etmiştir. Bu metod kapsamında benzer özellik gösteren şirketler 2 grup altında incelenmiş olup, bu gruplar BİST Kağıt-Basım Endeksi Benzer Şirketler ve Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketler'dir. Bununla birlikte pazar yaklaşımı kapsamında benzer şirketler FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde İnfo Yatırım tarafından Şirket'in 2022 yılının Mart ayı sonu son 12 aylık FAVÖK değeri kullanılmıştır.

Bu doğrultuda İnfo Yatırım tarafından 2022/3 FAVÖK'ü 259 mn TL olarak hesaplanmıştır.

4.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan 20 şirketin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. İnfo Yatırım tarafından yapılan değerlendirme kapsamında 16.05.2022 tarihli çarpanlar dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir.



Tablo 12: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK	FD/FAVÖK 2022T	F/K	FD/Satışlar	PD/DD
Youlchon Chemical Co. Ltd	Güney Kore	18,2x	a.d.	230,7x	1,5x	1,6x
Starlite Holdings Ltd	Hong Kong	a.d.	a.d.	0,4x	-	0,2x
Jia Yao Holding Ltd	Hong Kong	a.d.	a.d.	a.d.	1,0x	3,1x
Chuoh Pack Industry Co. Ltd	Japonya	a.d.	a.d.	9,7x	-	0,4x
Hankuk Package Co. Ltd	Güney Kore	a.d.	a.d.	a.d.	3,8x	1,6x
Samryoong Co Ltd	Güney Kore	20,8x	a.d.	a.d.	1,4x	1,7x
Okayama Paper Industries Co	Japonya	a.d.	a.d.	7,3x	a.d.	0,4x
Shanying Intl. Holding Co Ltd	Çin	a.d.	9,2x	9,7x	1,2x	0,7x
Xiamen Hexing Packaging	Çin	a.d.	6,6x	19,6x	0,4x	1,2x
Huhtamaki India Ltd	Hindistan	18,8x	7,4x	a.d.	0,8x	1,9x
Omapaper Bhd	Malezya	4,6x	a.d.	17,1x	0,4x	0,5x
Shanghai Shunho	Çin	a.d.	a.d.	a.d.	4,0x	2,2x
Versatile Creative Bhd	Malezya	52,7x	a.d.	83,6x	4,2x	1,8x
Snwahana Adityakarta Tbk Pt	Endonezya	9,9x	a.d.	27,9x	2,6x	0,7x
Steniel Manufacturing	Filipinler	a.d.	a.d.	1,3x		0,6x
Tcpl Packaging	Hindistan	5,5x	a.d.	20,1x	0,8x	2,3x
Billerudkorsnas	İsveç	8,1x	5,5x	1,3x	1,4x	1,3x
Mayr-Meinhof	Avusturya	8,8x	8,5x	1,8x	1,2x	1,8x
Westrock	Amerika	6,6x	822,6x	1,0x	1,0x	1,0x
Holmen Ab	İsveç	16,6x	905,1x	1,8x	4,3x	1,8x
	Medyan	9,9x	7,4x	14,4x	1,3x	1,5x
	Ortalama	12,6x	7,5x	15,9x	1,9x	1,3x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 13: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(mn TL)	
2022/3 FAVÖK	259
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK	9,9x
Firma Değeri	2.555
Net Borç	290
Piyasa Değeri	2.265

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 14: Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2022T Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(mn TL)	
2022T FAVÖK	348
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK 2022T	7,4x
Firma Değeri	2.571
Net Borç	290



(mn TL)	
Piyasa Değeri	2.282

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 15: Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(mn TL)	
2022/3 Net Kar	183
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K	14,4x
Piyasa Değeri	2.642

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı çarpanlarda cari FD/FAVÖK çarpanına %25, FD/FAVÖK 2022T çarpanına %25 ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilerek ulaşılan nihai piyasa değeri **2.458 mn TL'dir**.

4.1.2 BİST Kağıt – Basım Endeksi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

İnfo Yatırım tarafından değerlendirme çalışmasında kullanılan BİST Kağıt - Basım Endeksi içerisindeki benzer şirketlerin 16.05.2022 tarihli piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir.

Tablo 16: BİST Kağıt – Basım Endeksi Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
Doğan Burda	(1.040,3x)	9,5x	126,0x	37,7x
İhlas Gazetecilik	(28,9x)	1,9x	4,1x	0,5x
Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj	6,5x	1,1x	7,6x	3,6x
Mondi Tire Kutsan	6,5x	1,3x	7,7x	4,5x
Konya Kağıt	8,4x	2,5x	5,7x	2,2x
Kaplamin	13,5x	2,0x	19,5x	10,2x
Kartonsan	6,5x	1,9x	7,7x	4,0x
Alkim Kağıt	7,0x	1,7x	7,5x	5,4x
Duran Doğan Basım	7,9x	1,5x	22,2x	7,2x
Prizma Press Matbaacılık	29,7x	3,3x	(36,6x)	1,6x
Bak Ambalaj	9,4x	0,9x	9,7x	2,6x
Saray Matbaacılık	28,4x	4,5x	(84,3x)	10,6x
Hürriyet Gazetecilik	(8,7x)	3,0x	163,0x	1,3x
Europap Tezol Kağıt	9,0x	1,5x	5,3x	2,3x
Viking Kağıt	44,4x	1,3x	(1,8x)	(34,4x)
Ortalama	12,1x	2,0x	10,3x	2,5x
Medyan	8,4x	1,8x	7,7x	2,3x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Kağıt - Basım Endeksi çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 17: BİST Kağıt - Basım Endeksi FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(mn TL)	
2022/3 FAVÖK	259
BİST Kağıt – Basım Medyan FD/FAVÖK	8,4x
Firma Değeri	2.167
Net Borç	290
Piyasa Değeri	1.878

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 18: BİST Kağıt – Basım Endeksi F/K Çarpanına Göre Şirket Değeri Hesabı

(mn TL)	
2022/3 Net Kar	183
BİST Kağıt – Basım Medyan F/K	7,7x
Piyasa Değeri	1.403

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Kağıt – Basım grubundaki şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarına %50 ve F/K çarpanlarına %50 ağırlık verilerek ulaşılan nihai piyasa değeri **1.640 mn TL**'dir.

4.2 Gelir Yaklaşımı

İnfo Yatırım tarafından yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında Şirket tarafından sağlanan varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır.

İNA değerlemesi kapsamında kullanılan AOSM hesaplamasında;

- Risksiz Faiz Oranı:** 2022-2028 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Yöntemi'nde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti 10 yıllık devlet tahvilinin 6 aylık ortalaması kullanılmıştır.
- Piyasa Risk Primi:** Genel yaklaşım korunarak risk primi 5,5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Beta:** Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Kağıt, Basım Endeksindeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada ile hesaplanan kaldıraçlı beta 0,89x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır.
- Sermaye Maliyeti:** Sermaye maliyetinin hesaplamasında ($k_e = R_f + \beta \times \theta$) formülü kullanılmıştır. Formüle göre, sermaye maliyeti %29,4 olarak esas alınmıştır.
- Borçlanma Maliyeti:** Şirket yönetimi mevcut durumda uzun vadeli kredilerde ortalama %22 finansman maliyeti ile borçlanmanın gerçekleşeceğini ifade etmiştir. Mevcut bilançoda ise borçlanma maliyeti ortalamasının %17 olduğu yönetim tarafından beyan edilmiştir. Hesaplama Şirket'in Borçlanma Maliyeti olarak %24,9 olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Vergi Oranı:** Kurumlar vergisi oranı projeksiyon dönemi ortalaması olan %20,4 olarak alınmıştır.

Bu varsayımlar çerçevesinde İnfo Yatırım tarafından yapılan AOSM hesaplaması aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir.

Tablo 19: AOSM Hesaplaması

AOSM Hesaplaması	
Risksiz Faiz Oranı (R_f)	%23,9
Piyasa Risk Primi (θ)	%5,5
Beta (β)	1,00
Sermaye Maliyeti (k_e)	%29,4
Borçlanma Maliyeti (k_d)	%24,9
Vergi Oranı (t)	%20,4
Borcun Ağırlığı (W_d)	%43,4
Özsermaye Ağırlığı (W_e)	%56,6
AOSM	%25,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in halka arz edilecek pay başı değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 20: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

(TL mn)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	Uç Değer
Net Satışlar	304,1	412,1	771,1	1.517,8	2.303,2	3.083,3	3.928,7	4.714,0	5.422,0	5.964,0	
Değişim	a.d.	%36	%87	%97	%52	%34	%27	%20	%15	%10	
FAVÖK	45,8	72,4	179,8	348,3	537,1	722,6	923,5	1.108,2	1.274,5	1.401,9	
Değişim	a.d.	%58	%148	%94	%54	%35	%28	%20	%15	%10	
FAVÖK Marjı	15,1%	17,6%	23,3%	22,9%	23,3%	23,4%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	
Esas Faaliyet Karı	38,3	61,5	164,9	328,0	512,6	691,9	885,7	1.062,0	1.217,3	1.332,7	
Değişim	a.d.	61%	168%	99%	56%	35%	28%	20%	15%	9%	
Vergi	%22,0	%22	%25	%23	%20	%20	%20	%20	%20	%20	
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 Giderleri	(23,9)	(54,7)	(15,8)	(56,2)	(41,9)	(56,0)	(71,4)	(85,7)	(98,5)	(108,4)	
Yatırım/Satış	%7,9	%13,3	%2,0	%3,7	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	
Yatırım /Amortisman	3,2	5,0	1,1	2,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	1,6	
İşletme Sermayesi Değişimi		(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	4.630
Değişim				a.d.	%6	%68	%39	%32	%23	%18	%5
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	44,0%										
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										

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak;

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50, BİST Kağıt- Basım Endeksi piyasa çarpan analizine %40 ve yurt dışı çarpan analizine %10 ağırlık verilmiştir.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda İna Yatırım tarafından hesaplanan Şirket değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 21: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme Özeti	Değer (mn TL)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
İNA	2.284	%50	50,8
BİST 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Barem Ambalaj için İna Yatırım tarafından yürütülen değerleme çalışması kapsamında hesaplanan Şirket değerine %21 oranında halka arz iskontosu uygulanması sonucunda, halka arz edilmesi planlanan 1 TL nominal değerli payın Halka Arz Fiyatı 36,0 TL olarak belirlenmiştir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketlerin BİST Kağıt-Basım Endeksi ve Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketler olarak iki grup altında incelenmesini makul buluyoruz.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasını ve bu çarpanların medyan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında kullanılan FD/FAVÖK çarpan hesaplamasında 2022 yıl sonu tahminlerinin de ağırlıklandırılarak çalışmaya dahil edilmesini olumlu buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerini ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için tahmin edilen büyüme marjlarının ve hedeflenen yatırımların gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini (%5,5) makul buluyoruz.
- Türkiye Devleti 10 yıllık devlet tahvilinin son 6 aylık ortalaması olan %23,9 oranının risksiz faiz oranı olarak değerlendirmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in betası hesaplanırken muhafazakâr yaklaşımda bulunulmasını olumlu buluyoruz.
- AOSM hesabında projeksiyon yıllarında kullanılan vergi oranının ortalamasının kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılmalarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

İnfo Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Şirket değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değer ağırlıklandırılması sonucu toplamı alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, İnfo Yatırım tarafından konu alınan BİST Kağıt – Basım Endeksi benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %40, yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %10 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu’nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

İnfo Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 36,0 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.