

# **BAREM AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

## **FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

**OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park  
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL  
Tel: 0212 319 12 10

**2 Ağustos 2022**

## 1. Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporu yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Barem") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 28 Temmuz 2022 tarihli İnfö Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İnfö Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurumumuzun yalnızca İnfö Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Barem") oluklu mukavva, safiha, kuru kağıt, ofset baskılı kutu ve her türlü ambalaj ve kutu imal etmek, ihracatını yapmak, satmak ve ilgili bulunan mamul, hammadde, malzeme, makine, cihaz, alet, edevat ve tesisatın ithal, ihraç ve her türlü ticareti alanlarında faaliyet göstermek üzere 22.02.1993 tarihinde kurulmuştur. Barem, gıda, elektrik-elektronik, küçük ev aletleri gibi sektörlerde hizmet vermektedir.

Şirket üretim faaliyetlerini Türkiye'nin 3 farklı bölgesinde bulunan 3 farklı tesisinde yürütmekte olup söz konusu tesisler İzmir/Tire, Gaziantep ve Karaman'da yer almaktadır. 44 bin m2'si açık, 40 bin m2'si kapalı olmak üzere toplamda 84 bin m2 kurulu alanda faaliyetlerini sürdüren Barem, toplamda 100 bin ton/yıl fiili üretim kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük üretim hacmine sahip ofset ambalaj üretim şirketlerinden biri konumundadır.

### a. Şirket Ürünleri

Karton kutular, içerisindeki ürünü ön plana çıkaran, görselliğin ön plana çıktığı, oluklu mukavvadan üretilen kutulara göre daha az ağırlık taşıyabilen kutular iken, oluklu mukavva kutular içerisine konulan ürünü güvenle nakletmeye yarayan mukavemetli kutulardır.

Şirket'in yıllar itibarıyla, net satışlarının yurt içi ve yurt dışı dağılımı aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Net Satışların Yurt İçi ve Yurt Dışı Kırılımı (TL)	2019	%	2020	%	2021	%	2021/1Ç	%	2022/1Ç	%
Yurt İçi Satışlar	246.625.140	79,51%	309.335.087	73,66%	600.341.598	76,40%	112.300.932	77,09%	297.780.074	78,47%
Yurt Dışı Satışlar	47.640.979	15,36%	83.338.077	19,85%	127.365.545	16,21%	23.616.874	16,21%	62.142.981	16,38%
Diğer	15.899.926	5,13%	27.248.339	6,49%	58.054.053	7,39%	9.757.895	6,70%	19.571.722	5,16%
<b>Toplam</b>	<b>310.166.045</b>	<b>100,00%</b>	<b>419.921.503</b>	<b>100,00%</b>	<b>785.761.196</b>	<b>100,00%</b>	<b>145.675.701</b>	<b>100,00%</b>	<b>379.494.777</b>	<b>100,00%</b>

**Kaynak:** İzahname, Fiyat Tespit Raporu

**b. Şirket'in Satışları**

Hasılat (TL)	2019	%	2020	%	2021	%	2021/1Ç	%	2022/1Ç	%
Kutu	287.014.145	94,4%	384.307.076	93,2%	711.152.173	92,2%	131.388.590	92,8%	350.339.877	94,6%
Hurda Kağıt & Karton	10.554.923	3,5%	16.277.177	3,9%	35.944.953	4,7%	6.536.750	4,6%	14.967.060	4,0%
Diğer (*)	6.489.091	2,1%	11.546.668	2,8%	23.995.168	3,1%	3.668.806	2,6%	5.180.868	1,4%
<b>Toplam</b>	<b>304.058.159</b>	<b>100,0%</b>	<b>412.130.921</b>	<b>100,0%</b>	<b>771.092.294</b>	<b>100,0%</b>	<b>141.594.146</b>	<b>100,0%</b>	<b>370.487.805</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

(\*)Alüminyum baskı kalıp ve tahta palet satışları ile tedarikçilerden alınan ciro prim gelirlerinden oluşmaktadır.

Kapasite (Kg)	2019	%	2020	%	2021	%	2021/1Ç	%	2022/1Ç	%
Gaziantep	36.918.334	44,3%	36.918.334	46,1%	36.918.334	32,6%	36.918.334	46,1%	36.918.334	33,0%
Karaman	20.777.000	24,9%	20.777.000	25,9%	53.851.000	47,6%	20.777.000	25,9%	53.851.000	48,1%
İzmir/Tire	25.622.159	30,8%	22.419.379	28,0%	22.419.379	19,8%	22.419.379	28,0%	21.244.728	19,0%
<b>Toplam</b>	<b>83.317.493</b>	<b>100,0%</b>	<b>80.114.713</b>	<b>100,0%</b>	<b>113.188.713</b>	<b>100,0%</b>	<b>80.114.713</b>	<b>100,0%</b>	<b>112.014.062</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Üretim (Kg)	2019	%	2020	%	2021	%	2021/1Ç	%	2022/1Ç	%
Gaziantep	16.503.078	36,2%	23.096.611	42,6%	20.868.414	38,5%	5.678.690	41,75%	4.279.364	48,76%
Karaman	17.322.842	38,0%	18.301.254	33,8%	17.966.430	33,1%	4.192.820	30,82%	4.493.087	51,19%
İzmir/Tire	11.759.341	25,8%	12.792.424	23,6%	15.402.156	28,4%	3.731.545	27,43%	4.001	0,05%
<b>Toplam</b>	<b>45.585.261</b>	<b>100,0%</b>	<b>54.190.289</b>	<b>100,0%</b>	<b>54.237.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>13.603.055</b>	<b>100,0%</b>	<b>8.776.452</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Satış (Kg)	2019	%	2020	%	2021	%	2021/1Ç	%	2022/1Ç	%
Gaziantep	15.692.653	35,06%	21.391.286	40,27%	20.736.544	38,46%	5.470.709	40,44%	4.283.463	33,15%
Karaman	17.142.930	38,30%	18.393.119	34,62%	17.456.141	32,37%	4.005.599	29,61%	4.466.356	34,56%
İzmir/Tire	11.925.541	26,64%	13.337.284	25,11%	15.728.349	29,17%	4.050.332	29,94%	4.172.142	32,29%
<b>Toplam</b>	<b>44.761.124</b>	<b>100,0%</b>	<b>53.121.689</b>	<b>100,0%</b>	<b>53.921.034</b>	<b>100,0%</b>	<b>13.526.640</b>	<b>100,0%</b>	<b>12.921.961</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

**3. Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler**

Halka arz edilecek paylar; 7.500.000 TL Sermaye Artırımı ve 3.000.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Halka arz fiyatı 36 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 378.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır, Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 378.000.000 TL olacaktır, Talep toplama işlemi 3 – 4 Ağustos 2022 tarihleri arasında "Borsa'da Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir.

<b>Şirket</b>	Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.
<b>Borsa Kodu/Ticker</b>	BARMA.HE
<b>Aracılık Yöntemi</b>	En İyi Gayret Aracılığı
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye</b>	45.000.000 TL nominal
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye</b>	52.500.000 TL nominal
<b>Halka Arz Miktarı ve Türü</b>	7.500.000 TL nominal (Sermaye Artırımı) 3.000.000 TL nominal (Ortak Satışı) Toplam 10.500.000 TL nominal
<b>Halka arz Büyüklüğü</b>	378.000.000 TL

Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Fiyatı	36,00 TL
Halka Arz Tarihleri	3 - 4 Ağustos 2022
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Borsada İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Taahhütler	<p>Barem Ambalaj, 15.03.2022 tarihli ve 2022/6 sayılı yönetim kurulu kararı ile Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarını bu suretle artırmayacağını, bu süre boyunca Şirket tarafından yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını kabul, beyan ve taahhüt etmiştir. Şirket'in mevcut pay sahiplerinden Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar halka arz edilen paylar hariç olmak üzere sahip olduğu payları, Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren, payların borsa fiyatından bağımsız olarak 1 yıl süreyle hiçbir şekilde Borsa'da satmayacağını ve Borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceğini kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.</p> <p>SPK'nın VII-128. Sayılı Pay tebliğinin 8. Maddesinin 1. Fıkrası çerçevesinde, Şirket'in sermayesinde %10 ve üzeri pay sahibi olan ortaklar Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar tarafından sahip olduğu payları (halka arz edilenler hariç), şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa'da satamayacak bahsi geçen payların Borsa dışında mevzuat hükümlerine uygun olarak satılması halinde, borsa dışında satılan payları alanların da sınırlamaya tabi olduğu hususunu ilgili kişilere de bildirecektir.</p>
Halka Arz Teşvikleri	<p>2022 Yılı Mali Performans Garantisi: Halka Arz Eden ortaklar Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar, Şirket'in 2022 yılı Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) beklentileri konusunda, halka arz fiyatının belirlenmesine ilişkin fiyat tespit raporunda belirtilecek 2022 yılına ait FAVÖK tutarının gerçekleşebileceği konusunda taahhüt vermektedir. 2022 yılına ilişkin İhraççının Sermaye Piyasası Mevzuatına göre denetlenmiş finansal tablolarının KAP'ta açıklanmasını takip eden işgünü içinde, söz konusu finansal tablolarda yer alan FAVÖK tutarının taahhüt edilen tutarın altında kalması durumunda aradaki farkın taahhüt edilen tutara bölünmesi ile elde edilen ilave pay oranı KAP'ta İhraççı tarafından ilan edilecektir. İlave pay oranının ilan edilmesini takip eden 2. İşgünü sonu itibarıyla halka arz izahnamesinde adı geçen İhraççının hakim ortakları Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar hariç, gün sonu bakiyesinde İhraççı payı olan yatırımcılar ilave pay almaya hak kazanacaktır. Halka Arz Eden Ortaklar Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar tarafından, bu teşvik kapsamında kullanılmak üzere MKK nezdinde kullanıma hazır olarak gerekli olabilecek azami miktarda (5.250.000 adet pay) Barem Ambalaj payı, halka arzın gerçekleştiği tarih itibarıyla İnto Yatırım'a rehin olarak (bizzat sahip oldukları mevcut paylardan) verilecektir. İlave pay oranının ilan edilmesini takip eden 4 iş günü içinde KAP'ta ilan edilen ilave pay oranı ile söz konusu ilave pay oranının ilan edilmesini takip eden 2. İşgünü itibarıyla gün sonu bakiyesinde İhraççı payı olan yatırımcıların hesabında bulunan İhraççı paylarının nominal tutarının çarpımı ile hesaplanacak ilave İhraççı B grubu hamiline yazılı payı Halka Arz Eden ortaklar Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar'ın hesabından yatırımcıların hesabına, bedelsiz olarak, MKK aracılığı ile aktarılacaktır. Halka Arz Eden ortaklar Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar, bu teşvik kapsamında kullanılmak üzere gerekli miktarda İhraççı payını MKK nezdinde kullanıma hazır şekilde bulunduracaktır. Her halükarda bu teşvik kapsamında aktarılacak ilave pay miktarı oranı %50'yi geçemeyecektir.</p>
Günlük Alım Emri Taahhüdü	<p>Şirket'in mevcut pay sahipleri 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 ("Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi") her gün açılış seansında, halka arz fiyatından İnto 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 brut kaynak kadar olacaktır. Günlük Alım Emri Taahhüdü kapsamında gerçekleştirilecek işlemler 5 iş günü süreyle sınırlı olup, girilen emirler iptal edilemeyecektir. Günlük Alım Emri Uygulaması boyunca satın alınan Şirket payları, Borsa'da Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi içinde (5 iş günü) satışa konu olamayacaktır. Paylarını halka arz eden ortaklar Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar, aynı zamanda geri alım taahhüdü kapsamında pay alınması halinde, alınan payların 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altında satışa sunulmayacağını Kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.</p>
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı	<p>Halka arz kapsamında elde edilecek net gelirin %45'inin Şirket'in finansal borç faiz ve anapara ödemelerinde kullanılması, %55'inin Şirket'in başta ana hammaddesi olan kağıt ve karton alımları olmak üzere işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesinde kullanılması ve ihtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasında geçiş yapılabilmesi planlanılmaktadır.</p>

**Kaynak:** İzahname, Fiyat Tespit Raporu, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu

#### 4. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arzdan Önce			Halka Arz Sonrası	
	Pay Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Recep Taşyanar	A	2.000.000	4,44%	2.000.000	3,81%
	B	20.500.000	45,56%	19.000.000	36,19%
Şenferiye Taşyanar	A	2.000.000	4,44%	2.000.000	3,81%
	B	20.500.000	45,56%	19.000.000	36,19%
Halka Açık	B	-	-	10.500.000	20,00%
<b>Toplam</b>		<b>45.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>52.500.000</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

#### 5. Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket'in halka arzı ile;

- Özkaynaklarının güçlendirilmesi,
- İşletme sermayesinin güçlendirilmesi,
- Büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması,
- Renovasyon ve kapasite artırımı amaçlı yatırımların finanse edilmesi,
- Şirketin bilinirliğinin yurt içi ve yurt dışında artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Potansiyel müşteriler nezdinde mevcut güvenirliliğinin ve saygınlığının 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 hedeflenmektedir.

Şirket, halka arzdan brüt 270.000.000 TL, maliyetler arındırılmış haliyle 255.750.000 TL nakit kaynak elde etmeyi planlamaktadır.

Halka arz ortak satışı ve sermaye artırımı yolu ile gerçekleşecektir, Ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin tasarrufunda olacaktır. Sermaye artırımı yolu ile elde edilen fonun kullanım yerleri aşağıda detaylandırılmıştır:

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı (%)
Finansal Borçların Ödenmesi	45
İşletme Sermayesinin İhtiyaçlarının Karşlanması	55
<b>Toplam</b>	<b>100</b>

Kaynak: İzahname

**6. Özet Finansallar**

<b>Barem - Özet Finansallar</b>					
<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>					
<b>Göstergeler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>01.01.2021-31.03.2021</b>	<b>01.01.2022-31.03.2022</b>
Satışlar	304,1	412,1	771,1	141,6	370,5
Satışların Maliyeti (-)	-246,3	-322,9	-566,8	-113,1	-257,5
Brüt Kar	57,8	89,3	204,3	28,5	113,0
Brüt Kar Marjı	19,0%	21,7%	26,5%	20,1%	30,5%
Faaliyet Giderleri (-)	-19,5	-27,7	-39,4	-7,3	-14,6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir-Gider (Net)	-2,8	-8,4	6,3	3,5	10,8
Esas Faaliyet Karı	35,5	53,1	171,2	24,7	109,2
Esas Faaliyet Kar Marjı	11,7%	12,9%	22,2%	17,4%	29,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Giderler	-0,7	2,3	17,2	10	0,7
Net Finansman Geliri/Gideri	-17,3	-18,3	-27,4	-4,8	-9,4
Vergi Gideri	7,4	9,8	-38,8	-3,6	-13,0
Net Kar	25,0	46,8	122,2	26,2	87,5
Amortisman	2,5	3,7	0,9	0,2	0,2
FAVÖK	40,8	65,2	165,8	21,4	98,5
FAVÖK Marjı	13,4%	15,8%	21,5%	15,1%	26,6%
<b>Bilanço (milyon TL)</b>					
	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>31.03.2022</b>	
Nakit ve Nakit Benzerleri	10,4	5,4	16,5	24,3	
Ticari Alacaklar	74,8	117,7	268,7	381,5	
Diğer	28,0	42,3	137,4	155,0	
Dönen Varlıklar	113,1	165,4	422,6	560,8	
Maddi Duran Varlıklar	91,1	137,8	217,8	269,2	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,5	0,4	0,3	0,5	
Diğer	24,6	34,2	0,5	0,9	
Duran Varlıklar	116,1	172,4	218,6	270,6	
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>229,2</b>	<b>337,8</b>	<b>641,2</b>	<b>831,4</b>	
KV Finansal Borçlar	57,1	73,6	167,2	223,7	
KV Ticari Borçlar	21,9	41,8	64,1	71,9	
Diğer	10,0	15,5	36,2	36,7	
KV Yükümlülükler	88,9	130,9	267,5	332,3	
UV Finansal Borçlar	56,1	80,4	50,0	86,1	
Diğer	6,5	2,2	8,1	9,3	
UV Yükümlülükler	62,7	82,6	58,1	95,4	
Ödenmiş Sermaye	45,0	45,0	45,0	45,0	
Diğer	30,1	76,8	198,9	283,0	
Özkaynaklar	77,7	124,3	315,6	403,7	
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>229,2</b>	<b>337,8</b>	<b>641,2</b>	<b>831,4</b>	

*Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu*

## 7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 28 Temmuz 2022 tarihli "Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu" incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

### a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

İno Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda ("Rapor") kullanılan Piyasa Çarpanları Yönteminde, yurt içi ve yurt dışı borsalarda faaliyet gösteren benzer şirketler incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanları incelenmiştir,

Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılının son çeyreğinde önemli oranda artan kurun 2022 yılında oluşturacağı baz etkisi ile Şirket'in 2022 yılında gerçekleştireceği GES yatırımının etkisini değerlendirebilmek adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin 16.05.2022 tarihli çarpanlarına yer verildiği ifade edilmiştir. Rapor'da EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Rapor'da değerlendirilirken EV/EBITDA 2022/03-4Ç çarpanına %25, EV/EBITDA 22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilerek hesaplandığı ifade edilmiştir. Söz konusu ağırlıklandırmaya göre Fiyat Tespit Raporu'nda yurt dışı çarpanlardan elde edilen piyasa değeri 2.458 milyon TL olarak tespit edilmiştir.

İno Yatırım tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda Barem; BIST Kâğıt, Basım grubunda yer alan şirketler ile benzer faaliyet alanında hizmet verdiği bu nedenle BIST Kağıt, Basım grubundaki şirketlerin çarpanları değerlendirilmede göz önünde bulundurulduğu ifade edilmiştir. Rapor'da EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'un üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. 30x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. BIST Kağıt, Basım grubundaki şirket çarpanlarından gelen değer tespit edilirken F/K çarpanına %50 EV/EBITDA çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanı dikkate alınmış ve uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2022/03-4Ç EBITDA ve 2022/03-4Ç Net Kar verileri kullanılarak cari EV/EBITDA çarpanına %50, cari F/K çarpanına %50 ağırlık verilerek değer tespiti gerçekleştirilmiştir. Rapor'da uluslararası çarpanlarda ise cari çarpanların yanısıra hem yapılması planlanan yatırımların ve hem de 2021 yılı son çeyreğinde ve sonrasında artan kurun değere etkisini yansıtabilmek adına EV/EBITDA22T çarpanı da göz önünde bulundurulmuştur. Rapor'da yurt dışı çarpanlarda cari EV/EBITDA çarpanına %25, EV/EBITDA22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.



Milyon TL	Değer
Barem Ambalaj EBITDA 2022/03 4Ç	259
BIST Kağıt, Basım Grubu Medyan EV/EBITDA (x)	8,4
<b>BIST Kağıt Basım Endeksi Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>2.167</b>
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
<b>BIST Kağıt Basım Endeksi EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.878</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Milyon TL	Değer
Barem Ambalaj Net Kar 2022/03 4Ç	183
BIST Kağıt, Basım Grubu Meydan F/K (x)	7,7
<b>BIST Kağıt Basım Grubu F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.403</b>
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Kağıt, Basım Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	1,640

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

Milyon TL	Değer
Barem Ambalaj EBITDA 2022/03 4Ç	259
Yurt Dışı Benzer Şirketler Meydan EV/EBITDA (x)	9,9
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.555
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.265
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Milyon TL	Değer
Barem Ambalaj EBITDA 2022T	348
Yurt Dışı Benzer Şirketler Meydan EV/EBITDA 2022T (x)	7,4
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.571
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurt Dışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.282
EV/EBITDA 22T (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%
Barem Ambalaj Net Kar 2022/03 4Ç	183
Yurt Dışı Benzer Şirketler Meydan 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%
<b>Yurt Dışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri</b>	<b>2.458</b>

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

## b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yöntemine göre, önce Şirket'in gelecekte ulaşacağı öngörülen faaliyet hacmi (satış hasılatı) ve faaliyetlerinden elde edeceği nakit yaratımları (faaliyet karı+amortisman) ile vergi ödemelerinden ve gerekli işletme sermayesi ihtiyaçlarının ve sabit kıymet yatırımlarının karşılanmasından sonra sağlayacağı serbest nakit akımları hesaplanmaktadır, Projeksiyon yılları itibarıyla elde edileceği öngörülen nakit yaratımları, belirli bir oran üzerinden indirgenerek nakit akışlarının bugünkü değerine ulaşılmaktadır.

## Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 10 yıllık devlet tahvilinin 6 aylık ortalaması olan %23,9 risksiz getiri olarak alınırken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığı düşünülen %5,5 sermaye piyasası risk primi varsayımları ile %25,3 AOSM belirlenmiştir.



Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması aşağıda yer almaktadır;

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması (AOSM)		
<b>TL</b>		
<b>Veriler</b>		
Risksiz Faiz Oranı	23,9%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 6 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,55	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerlerden hesaplanmıştır.
Borç/Özkaynak	76,8%	2022/03 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	43,3%	2022/03 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	20,4%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
<b>İşlem Görmüş Aktif Beta</b>		
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerlerden hesaplanmıştır.
<b>Özsermaye Fiyatlandırma Modeli</b>		
Risksiz Faiz Oranı	23,9%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin 6 Aylık Ortalama Kapanışı
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	0,0%	FVFM (CAPM) varsayımına göre sıfır alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada denklemine göre yurtiçi benzerlerden hesaplanmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>29,4%</b>	<b>Risikten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+şirkete özgü risk getirisi</b>
<b>AOSM</b>		
Özsermaye Maliyeti	29,4%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	24,9%	Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyet oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	43,3%	2022/03 mali verileri ve yurtiçi benzerlerin ortalama verisi dikkate alınmıştır.
Kurumlar vergisi oranı	20,4%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>25,3%</b>	<b>(%Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti)+(%Borç Oranı x (1-Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İşletme Sermayesi (mTL)	2019	2020	2021	2022/03	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar, Ort.	74,8	96,2	193,2	325,1	369,3	560,4	750,2	956,0	-	-	-
Stoklar, Ort.	27,2	33,4	78,2	127,6	130,5	197,2	264,0	336,4			
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	0,7	1,7	9,5	15,9	9,1	13,8	18,4	23,5			
Diğ. Dön. Var., Ort.	0,2	0,2	0,1	-	0,5	0,7	1,0	1,2			
Ticari Borç, Ort.	21,9	31,8	52,9	68,0	104,0	157,2	210,4	268,1			
Ertelenmiş Gel., Ort.	1,0	2,6	6,0	7,4	8,8	13,3	17,8	22,7			
Diğer Kısa Vade Yük., Ort.	5,8	5,6	14,6	23,8	24,7	37,4	50,1	63,8			
<b>Net Satışlar</b>	<b>304</b>	<b>412</b>	<b>771</b>	<b>370</b>	<b>1,518</b>	<b>2,303</b>	<b>3,083</b>	<b>3,929</b>	<b>4,714</b>	<b>5,422</b>	<b>5,964</b>
SMM	246	323	567	257	1,110	1,679	2,247	2,863			
Ticari Alacak Gün	90	85	91	79	89	89	89	89			
Stok Gün	40	38	51	45	43	43	43	43			
Peşin Öd. Gid. Gün	1	2	6	6	3	3	3	3			
Diğ. Dön. Var. Gün	0	0	0	0	0	0	0	0			
Ticari Borç Gün	32	36	34	24	34	34	34	34			
Ert. Gel. Gün	1	2	3	2	2	2	2	2			
Diğ. Kıs. Vad. Yük. Gün	9	6	9	8	8	8	8	8			
Nakit Döngüsü	89	80	102	95	90	90	90	90			
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>74,0</b>	<b>91,3</b>	<b>208,0</b>	<b>369,4</b>	<b>371,9</b>	<b>564,2</b>	<b>755,3</b>	<b>962,4</b>	<b>1.154,9</b>	<b>1.328,1</b>	<b>1.461,0</b>
<b>Değişim</b>	<b>17,3</b>	<b>116,7</b>	<b>161,4</b>	<b>163,9</b>	<b>192,4</b>	<b>191,1</b>	<b>207,1</b>	<b>192,5</b>	<b>173,2</b>	<b>132,8</b>	
<b>İşletme Sermayesi/Satış</b>	<b>24,3%</b>	<b>22,2%</b>	<b>27,0%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>	<b>24,5%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

milyon TL	Gerçekleşen			İndirgenmiş Nakit Akımları							
	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		36%	87%	97%	52%	34%	27%	20%	15%	10%	
EBITDA	45,8	72,4	179,8	348,3	537,1	722,6	923,5	1.108,2	1.274,5	1.401,9	
Değişim		58%	148%	94%	54%	35%	28%	20%	15%	10%	
EBITDA 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%	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	337,0	467,9	617,7	759,3	894,2	4.629,9
Değişim				a/d	5,7%	68,2%	38,8%	32,0%	22,9%	17,8%	5,0%
AOSM			25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%	25,3%
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>				<b>174,2</b>	<b>151,2</b>	<b>203,0</b>	<b>224,9</b>	<b>237,0</b>	<b>232,6</b>	<b>218,6</b>	<b>1.131,9</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

<b>Firma Değeri (milyon TL)</b>	<b>2.573</b>
Uç Değer Payı	44,0%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,3
<b>Net Borç</b>	<b>290</b>
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>2.284</b>
Hisse Sayısı	45
<b>Hisse Fiyatı</b>	<b>50,75</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hedef Çarpanlar	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
F/K	91,5	48,8	18,7	m.d	m.d	m.d	m.d	m.d	m.d
PD/DD	29,4	18,4	7,2	m.d	m.d	m.d	m.d	m.d	m.d
Hedef EV/EBITDA	56,2	35,5	14,3	7,4	4,8	3,6	2,8	2,3	2,0

Yatırım Geri Dönüşü	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım Amortisman	3,2	5,0	1,1	2,8	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7
Yatırım/Satış	7,9%	13,3%	2,0%	3,7%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
EBITDA Artışı		27	107	169	189	185	201	185	166
Toplam Yatırım		-72	-132	-220	-234	-247	-278	-278	-272
<b>Geri Dönüş Süresi (Yıl)</b>			<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 8. Değerleme ve Sonuç

Info Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket için yapılan değerlendirilmesinde "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri sırasıyla %50 ve %50 oranında ağırlıklandırılarak pay değerine ulaşılmıştır. Piyasa Çarpanları'ndan BİST Kağıt-Basım Endeksi'ne %40 ağırlık verilirken Yurt Dışı Benzer Şirketlere %10 ağırlık verilmiştir. Sonuç olarak, Barem için yapılan değerlendirilme çalışmaları neticesinde pay başına fiyat 45,4 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %21 oranında iskonto uygulanarak Şirket'in halka arz fiyatı 36,00 TL olarak belirlenmiştir,

Değerleme Özeti	Değer (milyon TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	2.284	50%	50,8
BİST Kağıt-Basım Endeksi	1.640	40%	36,5
Yurtdışı Benzer Şirketler	2.458	10%	54,6
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>2.044</b>	<b>100%</b>	<b>45,4</b>
Halka Arz İskontosu		-21%	
<b>Nihai Değer</b>	<b>1.620</b>		<b>36,00</b>

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

## 9. Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Info Yatırım tarafından hazırlanan Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'nu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz, OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirilme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem "Piyasa Çarpanları" hem de "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca "Piyasa Çarpanları" yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörün dinamikleri de dikkate alındığında benzer şirketlerin çarpanlarının yurt içi ve yurt dışı olmak üzere iki grupta değerlendirilmesini makul buluyoruz.
- AOSM'de, risksiz faiz oranı ve borçlanma maliyetlerinin uygun olduğu görüşündeyiz.
- İNA yönteminde hesaplamaya katılan projeksiyon ve parametrelerin varsayılandan farklı gerçekleşmesi durumunda bulunan Şirket değerinin de değişebileceğini belirtmek isteriz.
- Uygulanan %21 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz,

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Barem için %21 halka arz iskontosuyla 36,00 TL fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

## Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir, Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır, Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir, Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir, Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir, Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir, Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır, Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş, hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz, İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş, Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir, Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir, OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir, Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.