



barem[®]
AMBALAJ SAN. ve TİC. A.Ş.

Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

Ağustos 2022



Ziraat Yatırım

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. FİNANSAL GÖRÜNÜM	6
IV. DEĞERLEME	7
V. GÖRÜŞ	11

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "İfo Yatırım") lider aracı kurum olduğu Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Barem Ambalaj" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 45.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 52.500.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 7.500.000 TL nominal – Sermaye Artırımı
	■ 3.000.000 TL nominal - Ortak Satışı*
	■ Toplam – 10.500.000 TL nominal
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyat İle Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 36,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 378.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %20,00
Halka Arz Tarihi	■ 3-4 Ağustos 2022
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 10 - 11 Ağustos 2022 / Yıldız Pazar
Halka Arz Lideri	■ İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Taahhütler	■ Şirket, payların Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağına, dolaşımdaki pay miktarının artırılmayacağına, yine bu süre içerisinde yeni bir halka arz yapmayacağına dair taahhüt vermiştir.
	■ Şirket ortakları, payların Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca paylarını fiyattan bağımsız hiçbir şekilde Borsa'da satmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	■ Planlanmamaktadır.
Teşvikler	■ Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 5 gün süreyle ("Günlük Alım Emri Taahhüdü Süresi") her açılış seansında İfo Yatırım tarafından 600.000 adet günlük geçerli alım emri girilecektir. ■ Şirket, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 2022 yılsonu FAVÖK Tahmini olan 348 milyon TL tutarı gerçekleştireceğine dair taahhüt vermiştir. FAVÖK tutarının taahhüt edilen tutarın altında kalması durumunda aradaki farkın taahhüt edilen tutara bölünmesi ile elde edilen ilave pay oranı kadar yatırımcılara bedelsiz pay verilecektir. İlave pay oranının ilan edilmesini takip eden 2. işgünü sonu itibarıyla gün sonu bakiyesinde Şirket payı olan yatırımcılar ilave pay almaya hak kazanacaktır. Bu taahhüt kapsamında ortaklar, MKK nezdinde toplam 10.500.000 adet payını İfo Yatırım'a rehnnetmiştir.

* Mevcut ortaklardan Recep Taşyanar'a ait 1.500.000 TL nom. değerli B grubu paylar ile Şenferiye Taşyanar'a ait 1.500.000 TL nominal değerli B grubu payların satışı gerçekleştirilecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Barem Ambalaj Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Barem Ambalaj" veya "Şirket") **1993 yılında kurulmuş** olup, 2012 yılında bugünkü unvanı olan Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. ismini almıştır. **Şirket, yaklaşık 120.000 m² alanda, yıllık 100.000 tonluk üretim hacmi ile hizmet vermektedir.**
- Şirket'in güncel ve halka arz sonraki ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Barem Ambalaj Ortaklık Yapısı					
		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Ortak Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
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 Kısım	B	-	-	10.500.000	20,00%
Toplam		45.000.000	100,00%	52.500.000	100,00%

- Şirket'in genel faaliyet konusu, oluklu mukavva, safiha, kuru kâğıt, ofset baskılı kutu ve her türlü ambalaj ve kutu imal etmek, fason olarak yaptırmak, konusu ile ilgili ürünlerin dahili ticaretini ihracatını yapmaktır. Şirket'in mevcut durum itibarıyla faaliyet alanı, kağıt veya kartondan kutuların imalatıdır.
- Şirket üretim faaliyetlerini 3 farklı tesiste yürütmektedir. Bu tesisler, İzmir/Tire, Gaziantep ve Karaman'da yer almaktadır. Tesisler sırası ile 20.000m², 22.249m², 41,951m² büyüklüğe sahiptir. 2022 ilk çeyrek verilerine göre, Tire'de 4.001.217 kg, Gaziantep'te 4.493.087 kg, Karaman'da ise 4.279.364 kg üretim tonajı bulunmaktadır ayrıca tesislerde %75,3 (Tire), %46,4 (Gaziantep), %33,4 (Karaman) kapasite kullanım oranı görülmektedir.
- Gaziantep tesisinde 2 adet karton ebatlama makinesi, 5 farklı kesim makinesi, 5 adet katlama makinesi, E ve B dalga ondüla levha üretebilmek için ise birer makine mevcuttur.
- Tire tesisinde 1 adet karton ebatlama makinesi, 4 farklı kesim makinesi, 4 adet katlama makinesi, E dalga ondüla levha üretebilmek için 2, B dalga ondüla levha üretmek için 1 makine mevcuttur.
- Karaman tesisinde ise 2 adet karton ebatlama makinesi, 4 farklı kesim makinesi, 4 adet katlama makinesi, E ve B dalga ondüla levha üretebilmek için ise birer makine mevcuttur.
- Şirketin personel sayısı 837 kişidir.

Üretim Süreci

- **Şirket, ambalaj sektöründe katma değere sahip ürün grubu olan ofset baskılı ambalaj üretmektedir. Bu ürünler ofset baskılı sıvımalı kutu ve ofset baskılı karton kutu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.**
- Barem Ambalaj bünyesinde oluklu kutu üretimi süreci birkaç farklı aşamadan oluşmaktadır. Oluklu kutu üretimi prosesinde levha üretimi, kağıt üzerine E ya da B dalga tipine uygun valsler ile dalga biçimi verilmiş kağıdın nişasta kullanılarak yapıştırılması ve uygun ebata getirilmesiyle elde edilmektedir. Üretilen bu tabakalara single liner, single face ya da ondüla levha denilmektedir. Şirket bünyesinde E Dalga, B Dalga ve E+B Dalga niteliklerinde ondüla levhalar üretilmektedir.
- Üzerine ofset baskı yapılacak kartonlar karton ebatlama prosesinde uygun ebata getirilmekte ve ardından ofset baskı prosesine geçilmektedir.
- Tüm tesislere KBA Rapida 164 ofset baskı makinesi kurulmuştur. Her 3 tesisteki makinede de 6 renk + lak ünitesi bulunmakta olup, Gaziantep tesisinde buna ek olarak çok daha parlak bir görüntü sunan UV Lak ünitesi bulunmaktadır. Ofset baskı işlemi öncesinde dijital ortamda oluşturulan ürün tasarımı CTP (Computer-To-Plate) bölümündeki bilgisayara aktarılmakta ve CTP makinesinde baskı yapılacak kalıplara pozlama tekniğiyle çizilip özel kimyasallarla temizlenerek aktarılmaktadır.
- Elde edilen ondüla levhalar ile ofset baskılı tabakalar, birbirinden farklı yüzeylerin çeşitli baskılama ve yapıştırma yöntemleri ile bir araya getirilmesine yarayan laminasyon prosesinde bir araya getirilmekte olup, ondüla levhaların tepelerine sürülen hidrolize nişastadan üretilen dekstrin tutkalı ile bir araya getirilmektedir. Laminasyon prosesinden sonra belli bir süre dinlendirilen sıvanmış tabakalar kesim prosesine alınmaktadır. Kesimin ardından ayıklama ve katlama süreci gerçekleştirilmektedir.
- Bunlarla birlikte ek olarak müşteri taleplerine göre baskıdan sonra ekstra parlaklık, PVC pencere ve yıldız vb. işlemler uygulanabilmektedir.
- Şirket, 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 Sertifikası'na sahiptir.

Hasılat (Milyon TL)	19/'12	20/'12	21/'12	21/'03	22/'03
Kutu	287,0	384,3	711,2	131,4	350,3
Hurda Kâğıt & Karton	10,6	16,3	35,9	6,5	15,0
Diğer (*)	6,5	11,5	24,0	3,7	5,2
Toplam	304,1	412,1	771,1	141,6	370,5

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

- **2022 Mart ayı verilerine göre toplam satışların %94,6'sını ofset baskılı kutu satışı, %4'ünü hurda kâğıt ve karton satışı ve %1,4'ünü diğer satışlar oluşturmaktadır.**

III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Barem Ambalaj Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Bilanço (Milyon TL)	19/'12	20/'12	21/'12	22/'03
Dönen Varlıklar	113,1	165,4	422,6	560,8
Nakit ve Nakit Benzerleri	10,4	5,4	16,5	24,3
Ticari Alacaklar	74,8	117,7	268,7	381,5
Stoklar	27,2	39,5	117,9	137,2
Duran Varlıklar	116,1	172,4	218,6	270,6
Maddi Duran Varlıklar	91,1	137,8	217,8	269,2
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18,5	28,5	0,0	0,0
TOPLAM VARLIKLAR	229,2	337,8	641,2	831,4
Kısa Vadeli Yükümlülükler	88,9	130,9	267,5	332,3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	57,1	73,6	115,3	223,3
Ticari Borçlar	21,9	41,8	167,1	71,9
Uzun Vadeli Yükümlülükler	62,7	82,6	58,1	95,4
Uzun Vadeli Borçlanmalar	56,1	80,4	50,0	86,1
Uzun Vadeli Karşılıklar	2,1	2,2	2,8	3,2
Özkaynaklar	77,7	124,3	315,6	403,7
Ödenmiş Sermaye	45,0	45,0	45,0	45,0
Geçmiş Yıllar Karları	5,1	29,9	76,78	195,5
Net Dönem Karı	25,0	46,8	122,2	87,5
TOPLAM KAYNAKLAR	229,2	337,8	641,2	831,4

Gelir Tablosu (Milyon TL)	19/'12	20/'12	21/'12	21/'03	22/'03
Hasılat	304,1	412,1	771,1	141,6	370,5
Satışların Maliyeti (-)	(246,3)	(322,9)	(566,8)	(113,1)	(257,5)
Brüt Kar/(Zarar)	57,8	89,3	204,3	28,5	113,0
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	35,5	53,1	171,2	24,7	109,2
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	34,8	55,4	188,4	34,6	109,9
FAVÖK	45,80	72,40	179,80	24,70	103,40
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi dönem karı	17,6	37,1	161,0	29,8	100,5
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	7,4	9,8	(38,8)	(3,6)	(13,0)
Net Dönem Karı	25,0	46,8	122,2	26,2	87,5

IV. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Barem Ambalaj Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "İnfo Yatırım") tarafından 28 Temmuz 2022 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Barem Ambalaj Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") değerlendirme yöntemlerinden Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemlerinin dikkate alındığı ifade edilmiştir.

IV.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirkete özgü riski ifade eden Alfa değeri Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (FVFM) varsayımlarına göre sıfır kabul edilmiş olup, 10 yıllık devlet tahvilinin 6 aylık ortalaması olan %23,9 risksiz faiz oranı olarak hesaplamalara dâhil edilmiştir. Sermaye piyasası risk primi ise %5,5 varsayılarak AOSM %25,3 olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2022/03 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisinin dikkate alındığı ifade edilmiştir.

Barem Ambalaj için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Kağıt, Basım Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada ile hesaplanan kaldıraçlı beta 0,89x olarak hesaplanmıştır. Ancak İnfo Yatırım muhafazakar tarafta kalmak adına beta'yı 1x olarak aldığını belirtmiştir.

Rapor'da Şirket yönetimi mevcut durumda uzun vadeli kredilerde ortalamada %22 finansman maliyeti ile borçlanmanın gerçekleşeceğini ifade etmiştir. Mevcut bilançoda ise borçlanma maliyeti ortalamasının %17 olduğu şirket yönetimi tarafından beyan edilmiştir. Değerleme modelinde ise İnfo Yatırım tarafından gelecek 10 yıl için Şirket'in ortalama finansman maliyetinin %24,9 olacağı varsayılmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in Net Borç/EBITDA rasyosu açısından düşük borçlu şirketler kategorisinde yer aldığı ifade edilmiştir. Şirket'in 2019 yılında 2,4x olan Net Borç/EBITDA rasyosu 2020 ve 2021 yıllarında daha hızlı büyüyen EBITDA'nın etkisiyle sırasıyla 2,1x ve 1,1x seviyelerine gerilemiştir. 2022/03 itibarıyla Net Borç/EBITDA 1,1x seviyesindedir.

Rapor'da Şirket yönetiminin 2021 sonu itibarıyla ağırlıklandırılmış ortalama kredi maliyetinin %17 olduğunu beyan ettiği ve Şirket'in mevcut durumda ortalamada %22'den uzun vadeli TL bazlı kredi temin edebileceği ifade edilmiştir.

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in kısa vadeli finansal borcunun 03/2022 dönemi itibarıyla 167,1 milyon TL, net borcunun ise 290 milyon TL seviyesinde olduğu belirtilmiştir. Şirket'in EBITDA'sı 2020 yılında 72,4 milyon TL 2021 yılında 179,8 milyon TL ve 2022/3 aylık döneminde ise 258,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

İNA Projeksiyonu

Barem Ambalaj Fiyat Tespit Raporu'nda bahsedilen varsayımlar ve Rapor'da yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları kapsamında, %5 uç büyüme değeri ve %25,3 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca, Şirket'in 31 Mart 2022 tarihindeki 290 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde, 2.284 milyon TL tutarında piyasa değerine ulaşıldığı ifade edilmiştir. Ayrıca Rapor'da Şirket'in 45 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 50,75 TL olduğu belirtilmiştir.

İNA (mTL)	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	5.422	5.964	
Değişim		36%	87%	97%	52%	34%	27%	20%	15,0%	10,0%	
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%	10,0%	
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	22,0%	22,0%	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
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 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	4.629,9
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%
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

IV.2 PAZAR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ

1. Uluslararası Çarpanlar

Rapor'da 20 uluslararası firmanın örnekleme kullanıldığı belirtilmiştir. Ayrıca 2021 yılının son çeyreğinde önemli oranda artan döviz kurunun 2022 yılında oluşturacağı baz etkisi ile Şirket'in 2022 yılında gerçekleştireceği GES yatırımının etkisini değerle gösterebilmek adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına da yer verilmiştir.

İnfo Yatırım'ın çarpanların hesaplanmasında kullandığı piyasa değerleri 16 Mayıs 2022 tarihlidir. Rapor'da EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Ayrıca 30x ve 5x eşik değerlerinin uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçildiği ifade edilmiştir. Söz konusu Rapor'da değerlendirilirken EV/EBITDA 2022/03-4Ç çarpanına %25, EV/EBITDA 22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilerek yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanmıştır. İnfo Yatırım söz

konusu ağırlıklandırmaya göre Yurtdışı çarpanlardan piyasa değerini 2.458 milyon TL olarak hesaplamıştır.

2. BİST Kağıt-Basım

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Barem Ambalaj'ın, faaliyet alanı anlamında BİST Kâğıt, Basım grubunda yer alan şirketler ile benzeştiği ifade edilmiştir. Bu nedenle Rapor'da BİST Kağıt, Basım grubundaki şirketlerin çarpanları değerlemede göz önünde bulundurulduğu belirtilmiştir. 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. Ayrıca 30x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. Rapor'da BİST Kağıt, Basım grubundaki şirket çarpanlarından gelen değer tespit edilirken F/K çarpanına %50 EV/EBITDA çarpanına %50 ağırlık verildiği görülmüştür.

Rapor'da İnfo Yatırım tarafından piyasa çarpanlarından değer hesaplanırken EV/EBITDA ve F/K çarpanı dikkate alınmıştır. 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 gerçekleştirildiği belirtilmiştir. 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 EV/EBITDA22T çarpanı da değer tespitinde göz önünde bulundurulmuştur. İnfo Yatırım, söz konusu Rapor'da yurt dışı çarpanlarda cari EV/EBITDA çarpanına %25, EV/EBITDA22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına %50 ağırlık verdiğini ifade etmiştir.

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

Milyon TL	Değer
Barem Ambalaj EBITDA 2022/03 4Ç	259
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.555
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurtdışı 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
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA 2022T (x)	7,4
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 2022T (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.571
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurtdışı 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
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

IV.3 SONUÇ

İnfo Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da, Bist Kağıt-Basım Endeksi çarpan değerlerine %40, Yurtdışı Benzer Şirket çarpan değerlerine %10, indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı kapsamında yapılan analize de %50 oranında ağırlık verilmiş ve bu kapsamda ulaşılan halka arz öncesi İşletme Değeri 2.044 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti	Değer (mn TL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
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

Rapor'da Şirket için halka arz iskontosu sonrası 1.620 milyon TL piyasa değeri ve pay başı 36,00 TL değer tespit edildiği ifade edilmiştir.

V. GÖRÜŞ

İnfo Yatırım tarafından Barem Ambalaj için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanı Analizine %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %50 ağırlık verilerek iki yönteminde kullanılmış olmasını ve Piyasa Çarpanı Analizi'nde Bist Kağıt-Basım Endeksi çarpan değerlerine %40, Yurt dışı Benzer Şirket çarpan değerlerine %10 ağırlık verilerek hesaplanmasını değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyatlar ile söz konusu iskonto oranlarının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. 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. 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. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.