



KOROPLAST TEMİZLİK AMBALAJ ÜRÜNLERİ SANAYİ VE DIŞ TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

19 Temmuz 2022

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 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 Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	4,68 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	150.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	174.600.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	66.800.000 TL
Sermaye Artırımı	24.600.000 TL
Ortak Satışı	42.200.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	312.624.000 TL
Halka Açıklık oranı	38,26%
Ek satış	11.700.000 TL
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	44,96%
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	78.500.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	20-21-22.07.2022

Şirket Bilgileri

Koroplast, 40 seneyi bulan köklü geçmişi, zengin marka mirası, geniş dağıtım ağı, yenilikçi ve kaliteli ve geniş Ürün portföyüyle ve 2018-2021 yıllarını kapsayan son dört yılda buzdolabı poşeti, fırın torbası ve pişirme kâğıdı ürünlerini içine alan Mutfak Yardımcı Ürünleri ve çöp poşeti pazarında sahip olduğu pazar payı ile Türkiye'de pazar lideri konumundadır. Koroplast'ın hızlı tüketim ürünleri pazarının hızla büyüyen bir alt kategorisi olan Poşet Pazarı (çöp torbası, buzdolabı poşeti, pişirme kâğıdı, fırın torbası) cirosu 2018-2021 döneminde %32,72 yıllık bileşik büyüme oranı ile büyümüştür. Şirket, günlük ev ihtiyaçlarını karşılayan çöp torbaları, saklama ve pişirme ürünleri ve piyasaya yeni sürülen temizlik ürünlerini içine alan geniş bir ürün portföyü sunmaktadır. 1980'li yıllarda Türk tüketicisini çöp torbası ve buzdolabı poşetiyle tanıştıran ilk şirket olma sıfatını taşıyan Koroplast, Mutfak Yardımcı Ürünleri sektöründe pazar lideri olarak yenilikçi ve trend belirleyici olduğuna inanmaktadır. Koroplast, koku önleme teknolojisi, taze saklama buzdolabı poşetleri ve kokulu çöp torbaları gibi bir dizi yenilikçi çözümü pazara sunmuştur.

Şirket, ana markası "Koroplast" ve fiyat odaklı tüketicileri hedefleyen alt markası "Ideal'in yanı sıra, indirim marketlerine ve perakendecilere yönelik olarak market markası (private label) üretimi ile de hizmet vermektedir

Koroplast, ürünlerinin satışını ulusal ve yerel zincir marketler, İndirim marketleri, geleneksel Mağazalar ve ev dışı pazar kanalıyla yapmakta ve markasının lider durumunun pazar payının verdiği güçle ülke çapında yaklaşık 52.000 satış noktasına ulaşabilmektedir. Şirket, aynı zamanda son yıllarda ürünlerini hızla büyüyen internet satış mağazalarında da sunmaya başlamıştır. İlaveten, Koroplast, ürünlerini, giderek artan bir hacimde ihracat kanalıyla, ağırlıklı olarak Avrupa ülkeleri olmak üzere uluslararası pazara da sunmaktadır

İstanbul'da bulunan ve münhasıran Koroplast ürünlerine tahsis edilmiş olan Üretim Tesisi, yaklaşık 15.500 ton ekstrüzyon kapasitesine sahiptir. Ayrıca aynı Üretim Tesisi Şirket merkezini içinde barındırmakta ve K6 Depo ile Hammadde Deposu'na komşu parselde yer almaktadır. Bu sayede tam entegre üretim süreci, ürünlerin tek bir tesis içinde üretilmesini ve aynı üretim sahası içerisinde depolanmasını sağlayarak rekabetçi maliyet imkânı sunmaktadır.

Koroplast 31.03.2022 itibarıyla toplam 319 çalışan istihdam etmektedir ve yaklaşık 25 yılı bulan seçkin iş tecrübesi ve eğitim geçmişine sahip üst düzey yönetim öncülüğünde günlük operasyonlarını sürdürmekte ve uzun vadeli planlarını hayata geçirmek için çalışmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortak	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dâhil	
		Tutar (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Koroza Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	75.000.000	50%	75.000.000	42,96%	75.000.000	42,96%
	B	75.000.000	50%	32.800.000	18,79%	21.100.000	12,08%
Halka Açık Kısım				66.800.000	38,26%	78.500.000	44,96%
Toplam		150.000.000	100,00%	174.600.000	100,00%	174.600.000	100,00%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Koroza Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ortakları	Tutar (TL)	Oranı
Aegle Packaging S.a.r.l	146.954.375	85%
Rafael Duvenyaz	8.644.375	5%
Liya Duvenyaz	8.644.375	5%
Jeki Mizraki	864.438	0,50%
Koroza Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	864.438	0,50%
İzzet Nommaz	1.728.875	1%
Albert Nahmiyas	1.728.875	1%
Semih Şalhon	1.728.875	1%
Şela Duvenyaz	1.728.875	1%
Toplam	172.887.500	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Özeti

Değerleme Yöntemi	Özkaynak Değeri (TL)	Ağırlık	Piyasa Değeri Katkısı (TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi	975.890.402	50%	487.945.201
Piyasa Çarpan Analizi	894.467.876	50%	447.233.938
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	935.179.139		935.179.139
Nominal Sermaye Tutarı			150.000.000
Halka Arz İskontosu (%)			25%
Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri			702.000.000
Halka Arz Fiyatı (TL)			4,68

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin tamamını (%100'ünü), Şirket paylarının halka arzına ilişkin İzahname'de belirtilen iş planı ve hedefleri çerçevesinde halka arz sonrasında, Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ile Şirket'in taraf olduğu çeşitli kredi dilimlerinin tahsis edilmesine ilişkin 04.04.2017 tarihli kredi sözleşmesi ("TSKB-İş Bankası Kredi Sözleşmesi") tahtındaki ilk kullandırım tutarı olan 12.600.000 Avro değerindeki krediden 31.03.2022 tarihi itibarıyla geriye kalan mevcut risk tutarı olan 7.447.899 Avro tutarındaki kredi borcunun tamamının ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır. Döviz kurlarındaki değişiklik sebebiyle söz konusu halka arz gelirlerinden elde edilen tutarın geri kalan kredi borcu tutarının üzerinde kalması halinde artan tutar ve/veya kredi geri ödemesinin yapılamaması durumunda halka arz gelirinden elde edilen tutar sadece Eurotahvil alımı için kullanılacaktır.

FINANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.03.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

Özet Mali Tablolar- Gelir Tablosu

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	176.014.350	279.283.838	407.340.211	83.787.805	121.458.211
Satışların Maliyeti	-112.207.830	-171.108.578	-256.716.356	-52.496.079	-78.307.082
Brüt Kar	63.806.520	108.175.260	150.623.855	31.291.726	43.151.129
Brüt Kar Marjı	36%	39%	37%	37%	36%
Genel Yönetim Giderleri	-9.423.348	-7.545.291	-9.895.895	-2.181.711	-4.773.361
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri	-28.245.228	-37.691.721	-48.904.778	-10.210.050	-17.790.086
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.667	58.051	939.976	120.433	15.705
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-3.671.293	-225.903	-20.913.995	-523.437	-3.092.952
Faaliyet Karı	22.483.318	62.770.396	71.849.163	18.496.961	17.510.435
Faaliyet Karı Marjı	13%	22%	18%	22%	14%
Finansman Gelirleri	106.176	87.013	110.898	43.733	14.871
Finansman Giderleri	-14.464.277	-32.460.983	-62.001.689	-10.102.351	-14.031.422
Vergi Öncesi Karı	8.125.217	30.396.427	9.958.373	8.438.344	3.493.884
Vergi Gideri (Geliri)	-1.796.114	-6.837.070	-3.884.236	-1.837.161	-964.362
Dönem Karı (Zararı)	6.329.103	23.559.357	6.074.137	6.601.183	2.529.522
Net Dönem Karı/ Hasılat	4%	8%	1%	8%	2%

Kaynak: Şirket İzahnamesi

Özet Mali Tablolar- Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.080.342	8.571.647	27.152.553	14.049.792
Ticari Alacaklar	86.744.813	95.112.440	163.367.779	196.310.949
Stoklar	22.936.925	46.385.727	94.414.491	104.665.679
Peşin Ödenmiş Giderler	118.891	2.385.541	6.096.624	9.383.592
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.623.072	-	7.835.020	-
Diğer Dönen Varlıklar	5.643.792	4.217.235	5.643.792	9.205.899
Toplam Dönen Varlıklar	128.147.835	156.672.590	304.510.259	333.615.911
Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	32.826.874	57.461.371	76.253.529	74.160.194
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.222.832	9.817.204	9.182.502	8.996.927
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.135.056	1.198.337	15.615.850	16.376.036
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	418.672	784.327
Peşin Ödenmiş Giderler	2.172	133.770	19.128	19.129
Toplam Duran Varlıklar	45.186.934	68.610.682	101.489.681	100.336.613
Toplam Varlıklar	173.334.769	225.283.272	405.999.940	433.952.524
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vade Banka Kredileri	-	5.000.000	25.000.000	25.000.000
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	13.416.779	18.318.833	49.347.888	55.552.743
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	951.122	824.504	5.277.267	5.636.315
Ticari Borçlar	78.315.094	84.131.210	82.930.061	91.122.261
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	632.993	975.581	2.384.222	3.946.418
Diğer Borçlar	198.909	568.001	1.611.116	2.340.384
Ertelenmiş Gelirler	-	4.512.135	1.269.656	795.790
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	315.615	-	1.329.372
Kısa Vadeli Karşılıklar	315.064	784.946	1.192.864	1.639.329

Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	93.829.961	115.430.825	169.013.074	187.362.612
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	60.803.510	65.375.735	62.081.855	67.014.672
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	310.532	529.843	11.020.473	11.683.294
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.207.480	2.873.052	4.948.520	6.426.406
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	642.637	611.572	-	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	62.964.159	69.390.202	78.050.848	85.124.372
Toplam Yükümlülükler	156.794.120	184.821.027	247.063.922	272.486.984
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	70.000	70.000	150.000.000	150.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	27.374	27.374	27.374	27.374
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	463.896	473.546	473.546	473.546
Geçmiş Yıllar Karları	10.012.516	16.331.969	2.360.962	8.435.098
Net Dönem Karı	6.329.103	23.559.356	6.074.136	2.529.522
Toplam Özkaynaklar	16.902.889	40.462.245	158.936.018	161.465.540
Toplam Kaynaklar	173.697.009	225.283.272	405.999.940	433.952.524

Kaynak: Şirket İzahnamesi

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Çarpan Analizi**
- Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.
- Değerleme Çalışmasında yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,3x olarak hesaplanmış olup, yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 8,9x olarak hesaplanmıştır.
- Yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı ile bulunan Şirket piyasa değerleri sırasıyla 821 mn TL ve 968 mn TL olarak hesaplanmış olup, çarpan analizinde her iki yöntemde de eşit ağırlık verilmiştir.

Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Özkaynak Değeri		
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK		10,3x
FAVÖK	mln TL	109
Şirket Değeri	mln TL	1.119
Net Borç	mln TL	151
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	mln TL	968

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	
	FD/FAVÖK
Bak Ambalaj	9,0x
Gediz Ambalaj	8,8x
Sekuro Plastik	6,7x
Işık Plastik	11,4x
Medyan	8,9x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Özkaynak Değeri		
Yerli Şirketler FD/FAVÖK		8,9x
FAVÖK	mln TL	109
Şirket Değeri	mln TL	971
Net Borç	mln TL	151
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	mln TL	821

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri (mln TL)	Değerleme (mn TL)	Ağırlık	Toplam
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	968	50%	484
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	821	50%	411
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri			894

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2022-2026 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA analizinde Şirket Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değerleri toplamı 269 mn TL olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası Terminal Değer 2.113 mn TL olarak hesaplanmıştır. Şirket Firma Değerinden (1.127 mn TL) net borç düşürülmüş olup, Şirket Piyasa Değeri 976 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	2022	2023	2024	2025	2026	Uç Değer
Risksiz Getiri Oranı (TL)	22,50%	21,80%	18,40%	15,90%	15,90%	15,90%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1	1	1	1	1	1
Borç/(Borç + Özkaynaklar)	46,20%	44,20%	42,20%	40,20%	38,20%	38,20%
Vergi Oranı	23,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Sermaye Maliyeti	28,00%	27,30%	23,90%	21,40%	21,40%	21,40%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	24,50%	23,80%	20,40%	17,90%	17,90%	17,90%
AOSM	23,80%	23,70%	20,70%	18,50%	18,70%	18,70%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA ÖZET	mn TL
Serbest Nakit Akımları Toplamı	269
Terminal Büyüme Oranı	5%
Terminal AOSM	18,70%
Terminal Değer (TD)	2.113
TD'nin Bugünkü Değeri	858
Firma Değeri	1.127
Net Borç (31.03.2022) (-)	151
Piyasa Değeri	976

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

SONUÇ

Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizlerine eşit ağırlık verilmiş olup, ağırlıklandırılmış piyasa değeri 935.179.139 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in ödenmiş sermayesi 150.000.000 TL olup, halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 6,24 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in %25 halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanmış halka arz birim pay değeri 4,68 TL'dir.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	935.179.139
Ödenmiş Sermaye	150.000.000
Pay Başına Fiyat -TL	6,24
Halka Arz İskontosu	25%
Halka Arz Fiyatı -TL	4,68

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

GÖRÜŞ

- Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. için Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve Şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı bir şekilde yer verilmiştir.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde hem yurt içi hem de yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde göre hesaplanan Şirket piyasa değeri 976 mın TL olup, Çarpan Analizine göre hesaplanan Şirket piyasa değeri 894 mın TL'dir. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine ve Piyasa Çarpanları Analizine değerlendirme sonucunda eşit ağırlık verilmiştir.
- Piyasa Çarpanları Analizinde çarpan olarak FD / FAVÖK çarpanı kullanılmış olmasını makul bulmakla birlikte Şirket'in faaliyet gösterdiği ülke olması hem de muhafazakar tarafta kalmak açısından yurt içi çarpan analizine değerlendirmede daha fazla ağırlık verilebilirdi görüşünderiz.
- Piyasa Çarpanları Analizinde uç değerlerin değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına ortalama değer yerine medyan değer kullanılmasını makul buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak azaltılmış olup, 2022 yılı için kullanılan 23,80 % AOSM oranının sabit kalması durumunda Şirket için farklı bir özsermaye değerine ve birim pay değerine ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %25 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 4,68 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.