



BAREM AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

9 Şubat 2023

Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. **Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu**

Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu (“SPK”, “Kurul”) tarafından yayımlanan VII-128.1 nolu Pay Tebliği’nin (“Tebliğ”) 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu, halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul’un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (“KAP”) ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır. Tebliğ gereği, Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Barem Ambalaj”, “BARMA”) için İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Aracı Kurum”, “İfo Yatırım”) tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 30.07.2022 tarihinde KAP’ta yayımlanmış olup, Şirket payları 10.08.2022 tarihinden itibaren BİST’te işlem görmeye başlamıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca, “Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”

İşbu rapor, Tebliğ’in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca hazırlanmış olup, amacı Barem Ambalaj’ın nihai halka arz fiyatı ile halka arz sonrasında 07.02.2023 tarihli borsa fiyatı arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Özet Bilgi

30.07.2022 tarihinde KAP’ta yayımlanan 28.07.2022 tarihli fiyat tespit raporunda (“Fiyat Tespit Raporu”, “Rapor”) Şirket’in 2019, 2020, 2021 ve 2022/03 dönemlerine ilişkin finansal verileri baz alınarak Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmış olup her bir yöntem eşit oranda (%50) ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizinde;

- Fiyat / Kazanç (F/K)

- Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde 2022-2028 yılları arası öngörülere yer verilmiştir.

Değerleme yöntemleri ve sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemleri	Değer (Milyon TL)	Ağırlıklandırma	Pay Başı Değer (TL)
İNA Değeri	2.284	%50,0	50,8
BİST Kağıt – Basım Endeksi	1.640	%40,0	36,5
Yurtdışı Benzerler	2.458	%10,0	54,6
Hedef Değer	2.044		45,4
Halka Arz İskontosu			%21
Halka Arz Fiyatı	1.620		36,00

İNA ve piyasa çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucunda Barem Ambalaj'ın 2.044 milyon TL olarak hesaplanmış olup, hesaplanan değer üzerinden %21 oranında halka arz iskontosu uygulanarak nihai şirket değeri 1.620 milyon TL ve halka arz fiyatı 36,00 TL olarak belirlenmiştir.

Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

Şirketin 31.10.2022 tarihinde açıklamış olduğu 30.09.2022 tarihli finansalları ile İfo Yatırım'ın 30.07.2022 tarihinde yayımladığı 28.07.2022 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleşmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır.

Şirketin 2022 yılının ilk 9 aylık dönemine ilişkin gerçekleşmeler ve yılsonu beklentilerine göre gerçekleşme oranları aşağıda gösterilmiştir.

(Milyon TL)	30.09.2021	30.09.2022	30.09.2022 / 30.09.2021 Değişim	31.12.2022 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	469,1	1.014,3	116,3%	1.517,8	66,8%
Satışların Maliyeti	368,3	743,8	102,0%	1.110,5	67,0%
Brüt Kar	100,8	270,5	168,5%	407,4	66,4%
Brüt Kar Marjı	21,5%	26,7%		26,8%	
Faaliyet Giderleri	26,2	54,5	107,9%	79,3	68,8%
Esas Faaliyet Karı	74,5	216,0	189,8%	328,0	65,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	15,9%	21,3%		21,6%	
FAVÖK	85,2	234,5	175,3%	348,3	67,3%
FAVÖK Marjı	18,2%	23,1%		22,9%	

Şirketin 2021 yılının ilk 9 aylık döneminde 469,1 milyon TL olan hasılatı 2022 yılının aynı döneminde %116,3 artışla 1,0 milyar TL'ye yükselirken, satışların maliyetindeki %102,0'lik artış doğrultusunda brüt karı 2021 yılının aynı dönemine göre %168,5 artışla 270,5 milyon TL'ye yükselmiştir.

2021 yılının ilk 9 aylık döneminde %21,5 olan brüt kar marjı 2022 yılının aynı döneminde %26,7 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılının ilk 9 aylık döneminde 26,2 milyon TL olan faaliyet giderleri 2022 yılının aynı döneminde artan satışlara bağlı olarak %107,9 artışla 54,5 milyon TL'ye yükselirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise %5,6'dan %5,4'e gerilemiştir.

Şirketin esas faaliyet karı (esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç) 2021 yılının ilk 9 aylık döneminde 74,5 milyon TL iken, 2022 yılının aynı döneminde %189,8 artışla 216,0 milyon TL'ye yükselmiş olup, 2021 yılının ilk 9 aylık döneminde %15,9 olan esas faaliyet kar marjı 2022 yılının aynı döneminde %21,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin 2021 yılının ilk 9 aylık döneminde FAVÖK'ü 85,2 milyon TL iken, 2022 yılının aynı döneminde ise %175,3 artışla 234,5 milyon TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 2021 yılının ilk 9 aylık dönemindeki %18,2'den 2022 yılının aynı döneminde %23,1'e yükselmiştir.

Şirketin 2021 yılının ilk 9 aylık döneminde 59,7 milyon TL olan net dönem karı 2022 yılının aynı döneminde %193,2 artışla 174,9 milyon TL'ye yükselmiştir.

Söz konusu veriler dikkate alındığında 2022 yılının tamamı için öngörülen 348,3 milyon TL'lik FAVÖK'ün %67,3'ünün yılın ilk 9 aylık dönemde gerçekleştirildiği görülmektedir. Şirket faaliyetlerinin yılın son çeyreğinde yoğunlaşması doğrultusunda yıl sonu için öngörülen 348,3 milyon TL'lik FAVÖK'ün tutturulması öngörülmektedir.

Mali Tablolar

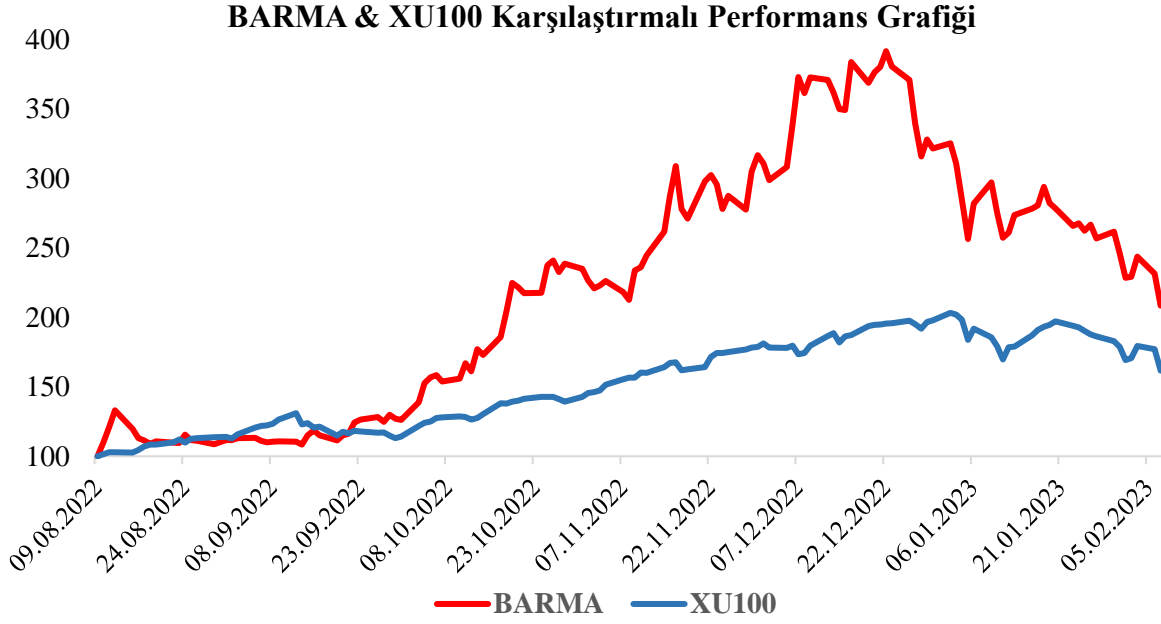
Dönem	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
DÖNEN VARLIKLAR	113.136.433	165.407.506	422.586.032	1.054.250.930
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.363.173	5.364.461	16.494.019	86.162.911
Finansal Yatırımlar	0	0	1.798.483	276.044.993
Ticari Alacaklar	74.761.559	117.721.956	268.712.492	333.669.199
Diğer Alacaklar	2.260	0	1.344.055	2.619.978
Stoklar	27.160.064	39.541.065	117.942.381	246.260.140
Peşin Ödenmiş Giderler	678.945	2.634.010	16.294.602	95.872.011
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	136.175	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	34.257	146.014	0	13.621.698
DURAN VARLIKLAR	116.110.984	172.393.324	218.648.883	269.080.742
Diğer Alacaklar	4.332	29.332	298.868	292.302
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	245.686	178.681
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.031.989	5.687.764	0	0
Maddi Duran Varlıklar	91.056.466	137.807.828	217.783.528	267.387.199
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	485.642	399.165	320.801	1.222.560
Ertelenmiş Vergi Varlığı	18.532.555	28.469.235	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	229.247.417	337.800.830	641.234.915	1.323.331.672
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	88.900.467	130.917.130	267.489.527	498.197.121
Kısa Vadeli Borçlanmalar	27.833.761	13.327.875	115.303.994	325.996.138
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	29.220.233	60.294.758	51.772.318	59.590.674
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	0	0	134.787	127.369
Ticari Borçlar	21.892.925	41.807.062	64.088.406	56.432.178
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.945.183	3.490.796	5.263.275	3.141.216
Diğer Borçlar	3.105.492	5.909.890	4.665.504	4.942.679
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0	0	1.187.984	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	3.105.492	5.909.890	3.477.520	4.942.679
Ertelenmiş Gelirler	1.000.639	4.174.651	7.813.241	34.471.111
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	28.058	15.450.379	5.952.344
Kısa Vadeli Karşılıklar	886.120	1.857.490	2.997.623	3.635.575
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	651.746	971.988	1.484.587	1.789.487
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	234.374	885.502	1.513.036	1.846.088
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.114	26.550	0	3.907.837
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	62.655.207	82.616.264	58.125.723	77.233.302
Uzun Vadeli Borçlanmalar	56.108.541	80.377.024	49.994.212	69.270.087
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0	0	130.684	73.488
Ertelenmiş Gelirler	0	0	706.086	284.288
Diğer Borçlar	4.407.211	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.139.455	2.239.240	2.820.172	5.042.773
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.139.455	2.239.240	2.820.172	5.042.773
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	0	4.474.569	2.562.666
ÖZKAYNAKLAR	77.691.743	124.267.436	315.619.665	747.901.249
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	52.500.000
Paylara İlişkin Primler	0	0	0	249.493.340
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	477.326	360.466	69.554.013	69.187.523
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	0	0	69.040.064	69.040.064
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	477.326	360.466	513.949	147.459
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.129.854	2.129.854	2.129.854	9.300.291
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	5.110.555	29.930.205	76.777.116	192.553.082
Net Dönem Karı/Zararı	24.974.008	46.846.911	122.158.682	174.867.013
TOPLAM KAYNAKLAR	229.247.417	337.800.830	641.234.915	1.323.331.672

Kar veya Zarar Kısım (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Hasılat	304.058.160	412.130.921	771.092.293	469.057.219	1.014.342.592
Satışların Maliyeti (-)	-246.264.503	-322.879.723	-566.813.371	-368.298.600	-743.828.098
Brüt Kar (Zarar)	57.793.657	89.251.198	204.278.922	100.758.619	270.514.494
Genel Yönetim Giderleri (-)	-8.715.620	-11.809.557	-13.696.061	-9.696.209	-22.029.863
Pazarlama Giderleri (-)	-10.797.778	-15.903.343	-25.669.577	-16.539.137	-32.504.749
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.326.767	11.169.173	30.129.499	9.642.432	50.280.881
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-8.091.030	-19.610.245	-23.854.380	-5.982.475	-21.664.389
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	35.515.996	53.097.226	171.188.403	78.183.230	244.596.374
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	73.540	2.821.592	16.730.198	15.954.553	93.614
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri	-777.138	-535.950	437.025	199.703	48.392
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	34.812.398	55.382.868	188.355.626	94.337.486	244.738.380
Finansman Gelirleri	0	0	0	0	0
Finansman Giderleri (-)	-17.250.530	-18.310.681	-27.404.847	-14.934.538	-41.718.922
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	17.561.868	37.072.187	160.950.779	79.402.948	203.019.458
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	7.412.140	9.774.724	-38.792.097	-19.752.219	-28.152.445
Dönem Vergi (Gideri) / Geliri	-268	-128.996	-15.754.449	-257.805	-29.966.927
Ertelenmiş Vergi (Gideri) / Geliri	7.412.408	9.903.720	-23.037.648	-19.494.414	1.814.482
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	24.974.008	46.846.911	122.158.682	59.650.729	174.867.013
Dönem Karı / (Zararı)	24.974.008	46.846.911	122.158.682	59.650.729	174.867.013

Fiyat Performansı

Barem Ambalaj payları, 10.08.2022 tarihinde BARMA kodu ile Borsa İstanbul Yıldız Pazarda işlem görmeye başlamıştır. BARMA 36,00 TL'den halka arz edilmiş olup, 07.02.2023 tarihi itibarıyla pay kapanış fiyatı 75,05 TL olmuştur.

Aşağıdaki grafikte BARMA ile BİST-100 Endeksinin Şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren göstermiş oldukları performans grafiği yer almaktadır. Buna göre BARMA payları 07.02.2023 tarihli 75,05 TL kapanış fiyatı ile halka arz fiyatının %108,5 üzerine çıkarken, BİST-100 Endeksinde ise aynı periyotta %61,8'lik artış yaşanmıştır. Bu doğrultuda BARMA'nın BİST-100 Endeksinde göre relatif performansı %28,9 daha iyi gerçekleşmiştir.



Halka Arz Sonrası Fiyata Etki Eden Faktörler

- Şirketin beklentiler dahilinde artan satış ve karlılığı
- Şirketin Konya'da yapmayı planladığı kağıt fabrikası yatırımına ilişkin açıklamalar ve beklentiler

Sonuç

Sonuç olarak, Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren payları %108,5 oranında prim yapmış olan Barem Ambalaj, işlem görmeye başladığından itibaren gösterge endeksin üzerinde performans sergilemiştir.