



BAREM AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

10 Ağustos 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 09.08.2023 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.

(*) Şirket 02.03.2023 tarihinde 52.500.000 TL olan sermayesini %400 oranında bedelsiz olmak üzere 210.000.000 TL artışla 262.500.000 TL'ye çıkarmış olup bu doğrultuda düzeltilmiş halka arz fiyatı 7,20 TL'ye denk gelmektedir.

Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

- 31.12.2022 Dönemi

Şirketin 01.03.2023 tarihinde açıklamış olduğu 31.12.2022 tarihli finansalları ile Info 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 yılına ilişkin gerçekleşmeler ve yılsonu beklentilerine göre gerçekleşme oranları aşağıda gösterilmiş olup 2022 yılında beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşme yaşandığı görülmektedir.

(Milyon TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2022 / 31.12.2021 Değişim	31.12.2022 Tahmini	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	771,1	1.469,6	90,6%	1.517,8	96,8%
Satışların Maliyeti	566,8	1.050,3	85,3%	1.110,5	94,6%
Brüt Kar	204,3	419,3	105,2%	407,4	102,9%
Brüt Kar Marjı	26,5%	28,5%		26,8%	
Faaliyet Giderleri	39,4	79,9	103,1%	79,3	100,8%
Esas Faaliyet Karı	164,9	339,3	105,8%	328,0	103,4%
Esas Faaliyet Kar Marjı	21,4%	23,1%		21,6%	
FAVÖK	179,8	362,5	101,6%	348,3	104,1%
FAVÖK Marjı	23,3%	24,7%		22,9%	

Şirketin 2021 yılında 771,1 milyon TL olan hasılatı 2022 yılında %90,6 artışla 1,5 milyar TL'ye yükselirken, satışların maliyetindeki %85,3'lük artış doğrultusunda brüt karı 2021 yılına göre %105,2 artışla 419,3 milyon TL'ye yükselmiştir.

2021 yılında %26,5 olan brüt kar marjı 2022 yılında %28,5 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılında 39,4 milyon TL olan faaliyet giderleri 2022 yılında artan satışlara ve enflasyonist etkilere bağlı olarak %103,1 artışla 79,9 milyon TL'ye yükselirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise %5,1'den %5,4'e yükselmiştir.

Şirketin esas faaliyet karı (esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç) 2021 yılında 164,9 milyon TL iken, 2022 yılında %105,8 artışla 339,3 milyon TL'ye yükselmiş olup, 2021 yılında %21,4 olan esas faaliyet kar marjı 2022 yılında %23,1'e yükselmiştir.

Şirketin 2021 yılında FAVÖK'ü 179,8 milyon TL iken, 2022 yılında %101,6 artışla 362,5 milyon TL'ye yükselmiştir. FAVÖK marjı ise 2021 yılındaki %23,3'ten 2022 yılında %24,7'ye yükselmiştir.

Şirketin 2021 yılında 122,2 milyon TL olan net dönem karı 2022 yılında %111,9 artışla 258,8 milyon TL'ye yükselmiştir.

Söz konusu veriler dikkate alındığında 2022 yılı için öngörülen 348,3 milyon TL'lik FAVÖK'ün %4,1 üzerinde gerçekleşme yaşandığı görülmektedir.

- 30.06.2023 Dönemi

Şirketin 08.08.2023 tarihinde açıklamış olduğu 30.06.2023 tarihli finansalları ile Info Yatırım'ın 30.07.2022 tarihinde yayımladığı 28.07.2022 tarihli fiyat tespit raporu arasındaki varsayımlar ile gerçekleştirmelerin özet gösterimi aşağıda yer almaktadır.

Şirketin 30.06.2023 dönemi itibarıyla gerçekleştirmeler ve 2023 yılsonu beklentilerine göre gerçekleşme oranları aşağıda gösterilmiş olup 2023 yılının ilk yarısı itibarıyla beklentilerin altında performans gösterildiği görülmektedir.

(Milyon TL)	30.06.2022	30.06.2023	30.06.2023 / 30.06.2022 Değişim	31.12.2023	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	704,1	645,8	-8,3%	2.303,2	28,0%
Satışların Maliyeti	508,8	541,4	6,4%	1.678,5	32,3%
Brüt Kar	195,3	104,3	-46,6%	624,7	16,7%
Brüt Kar Marjı	27,7%	16,2%		27,1%	
Faaliyet Giderleri	31,8	61,2	92,3%	112,1	54,6%
Esas Faaliyet Karı	163,5	43,2	-73,6%	512,6	a.d.
Esas Faaliyet Kar Marjı	23,2%	6,7%		22,3%	
FAVÖK	174,0	56,6	-67,5%	537,1	10,5%
FAVÖK Marjı	24,7%	8,8%		23,3%	

Şirketin 2022 yılının ilk yarısında 704,1 milyon TL olan hasılatı 2023 yılının ilk yarısında %8,3 azalışla 645,8 milyon TL'ye gerilerken, aynı dönemde satışların maliyetindeki %6,4'lük artış doğrultusunda brüt karı 2022 yılının ilk yarısına göre %46,6 azalışla 104,3 milyon TL'ye gerilemiştir.

2022 yılının ilk yarısında %27,7 olan brüt kar marjı 2023 yılının aynı döneminde %16,2'ye gerilemiştir.

2022 yılının ilk yarısında 31,8 milyon TL olan faaliyet giderleri 2023 yılının aynı döneminde enflasyonist etkilere bağlı olarak %92,3 artışla 61,2 milyon TL'ye yükselirken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise satışlardaki düşüşe karşılık faaliyet giderlerindeki artış doğrultusunda %4,5'ten %9,5'e yükselmiştir.

Şirketin esas faaliyet karı (esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç) 2022 yılının ilk yarısında 163,5 milyon TL iken, 2023 yılının aynı döneminde %73,6 azalışla 43,2 milyon TL'ye gerilerken, 2022 yılının ilk yarısında %23,2 olan esas faaliyet kar marjı 2023 yılının aynı döneminde %6,7'ye gerilemiştir.

Şirketin 2022 yılının ilk yarısında FAVÖK'ü 174,0 milyon TL iken, 2023 yılının aynı döneminde %67,5 azalışla 56,6 milyon TL'ye gerilemiştir. FAVÖK marjı ise 2022 yılının ilk yarısındaki %24,7'den 2023 yılının aynı döneminde %8,8'e gerilemiştir.

Şirketin 2022 yılının ilk yarısında 130,0 milyon TL olan net dönem karı 2023 yılının aynı döneminde %3,3 artışla 134,2 milyon TL'ye yükselmiştir.

Söz konusu veriler dikkate alındığında 2023 yılı için öngörülen 537,1 milyon TL'lik FAVÖK'ün 2023 yılının ilk yarısı itibarıyla %10,5'i gerçekleştirilmiştir.

FAVÖK'ün beklentilerin altında kalmasına yönelik temel etkenler olarak; yaşanan deprem nedeniyle bölgedeki üretim ve satış faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesi, artan maliyetlere karşılık ihracat tarafında marjların baskılanması, hammadde fiyatlarında yaşanan düşüşün ciro ve marjları baskılaması ön plana çıkarken, seçim sonrası gerek kurlardaki yükseliş gerekse de ihracat tarafındaki toparlanma, ayrıca şirketin faaliyetlerinin son çeyrekte sezon etkisi ile ivmelenmesi beklentileri ile FAVÖK'te yeniden artış beklentisi bulunmakla birlikte yıl sonu hedefinin gerçekleştirilmesine yönelik olarak aşağı yönlü risk olduğu değerlendirilmektedir.

Mali Tablolar

Dönem	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
DÖNEN VARLIKLAR	165.407.506	422.586.032	1.083.477.964	1.419.953.195
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.364.461	16.494.019	217.568.452	211.052.127
Finansal Yatırımlar	0	1.798.483	97.434.930	107.374.202
Ticari Alacaklar	117.721.956	268.712.492	438.882.431	419.004.695
Diğer Alacaklar	0	1.344.055	223.211	2.515.364
Stoklar	39.541.065	117.942.381	228.849.919	202.103.794
Peşin Ödenmiş Giderler	2.634.010	16.294.602	100.519.021	470.402.130
Diğer Dönen Varlıklar	146.014	0	0	7.500.883
DURAN VARLIKLAR	172.393.324	218.648.883	283.817.226	378.182.921
Diğer Alacaklar	29.332	298.868	290.563	813.200
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	245.686	101.344	33.781
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	5.687.764	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	137.807.828	217.783.528	281.833.951	375.597.243
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	399.165	320.801	1.591.368	1.738.697
Ertelenmiş Vergi Varlığı	28.469.235	0	0	0
TOPLAM VARLIKLAR	337.800.830	641.234.915	1.367.295.190	1.798.136.116
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	130.917.130	267.489.527	461.787.006	801.219.912
Kısa Vadeli Borçlanmalar	13.327.875	115.303.994	285.170.722	474.761.118
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	60.294.758	51.772.318	80.361.624	180.610.636
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	0	134.787	119.735	41.467
Ticari Borçlar	41.807.062	64.088.406	57.100.793	84.899.739
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.490.796	5.263.275	13.075.588	14.636.143
Diğer Borçlar	5.909.890	4.665.504	563.290	28.010.881
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	0	1.187.984	0	0
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	5.909.890	3.477.520	563.290	28.010.881
Ertelenmiş Gelirler	4.174.651	7.813.241	12.294.930	7.433.204
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	28.058	15.450.379	9.693.142	4.773.771
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.857.490	2.997.623	3.407.182	6.052.953
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	971.988	1.484.587	1.561.094	4.392.870
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	885.502	1.513.036	1.846.088	1.660.083
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	26.550	0	0	0
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	82.616.264	58.125.723	72.374.874	84.767.205
Uzun Vadeli Borçlanmalar	80.377.024	49.994.212	54.231.728	59.199.356
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0	130.684	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	706.086	142.144	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.239.240	2.820.172	6.882.888	9.638.604
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	2.239.240	2.820.172	6.882.888	9.638.604
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	0	4.474.569	11.118.114	15.929.245
ÖZKAYNAKLAR	124.267.436	315.619.665	833.133.310	912.148.999
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	45.000.000	262.500.000	262.500.000
Paylara İlişkin Primler	0	0	232.046.422	232.046.422
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	360.466	69.554.013	70.478.043	70.634.189
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	0	69.040.064	69.040.063	69.040.063
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları	360.466	513.949	1.437.980	1.594.126
Geri Alınmış Paylar	0	0	0	-26.834.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.129.854	2.129.854	9.300.291	20.656.840
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	29.930.205	76.777.116	0	218.903.439
Net Dönem Karı/Zararı	46.846.911	122.158.682	258.808.554	134.242.109
TOPLAM KAYNAKLAR	337.800.830	641.234.915	1.367.295.190	1.798.136.116

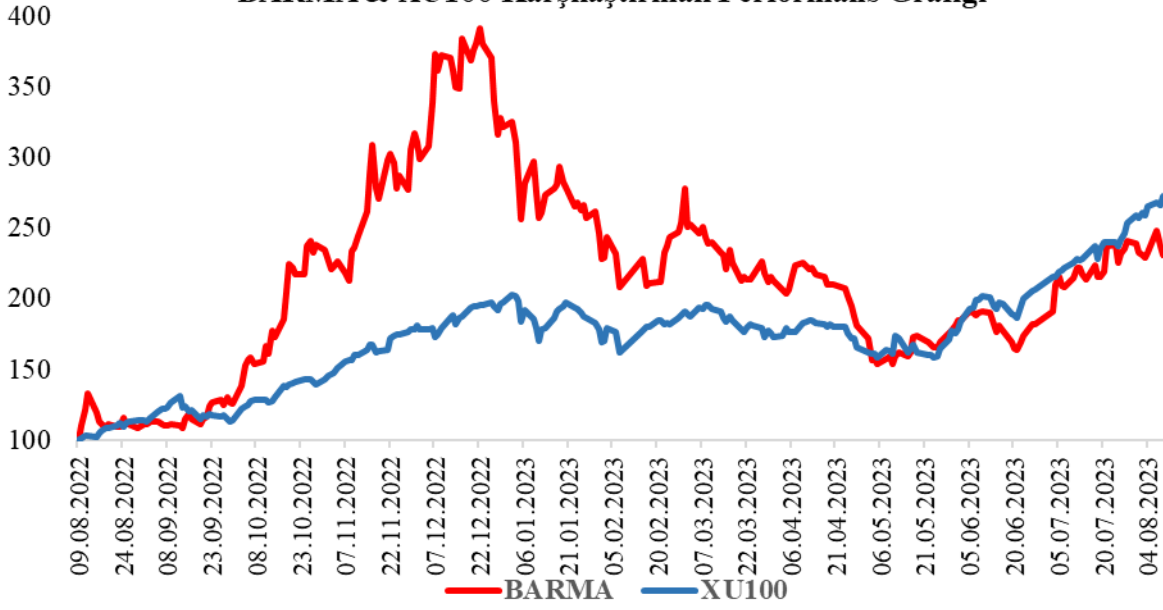
Kar veya Zarar Kısmı (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	412.130.921	771.092.293	1.469.595.897	704.060.187	645.790.492
Satışların Maliyeti (-)	-322.879.723	-566.813.371	-1.050.315.821	-508.758.248	-541.444.464
Brüt Kar (Zarar)	89.251.198	204.278.922	419.280.076	195.301.939	104.346.028
Genel Yönetim Giderleri (-)	-11.809.557	-13.696.061	-30.818.907	-11.213.498	-29.418.939
Pazarlama Giderleri (-)	-15.903.343	-25.669.577	-49.129.414	-20.604.672	-31.769.252
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	11.169.173	30.129.499	33.992.278	32.122.871	147.511.020
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-19.610.245	-23.854.380	-32.861.316	-13.723.517	-24.461.987
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	53.097.226	171.188.403	340.462.717	181.883.123	166.206.870
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.821.592	16.730.198	6.676.164	93.614	396.040
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri	-535.950	437.025	-104.321	58.652	980.384
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	55.382.868	188.355.626	347.034.560	182.035.389	167.583.294
Finansman Gelirleri	0	0	22.906.014	0	33.844.737
Finansman Giderleri (-)	-18.310.681	-27.404.847	-65.071.092	-26.387.458	-54.158.455
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	37.072.187	160.950.779	304.869.482	155.647.931	147.269.576
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	9.774.724	-38.792.097	-46.060.928	-25.636.184	-13.027.467
Dönem Vergi (Gideri) / Geliri	-128.996	-15.754.449	-39.663.012	-23.886.654	-8.257.843
Ertelenmiş Vergi (Gideri) / Geliri	9.903.720	-23.037.648	-6.397.916	-1.749.530	-4.769.624
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	46.846.911	122.158.682	258.808.554	130.011.747	134.242.109
Dönem Karı / (Zararı)	46.846.911	122.158.682	258.808.554	130.011.747	134.242.109

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, 02.03.2023 tarihinde 52.500.000 TL olan sermayesini %400 oranında bedelsiz olmak üzere 210.000.000 TL artışla 262.500.000 TL'ye çıkarmış olup bu doğrultuda düzeltilmiş halka arz fiyatı 7,20 TL'ye denk gelmektedir. Şirketin 09.08.2023 tarihi itibarıyla pay kapanış fiyatı 16,64 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 09.08.2023 tarihli 16,64 TL kapanış fiyatı ile halka arz fiyatının %131,1 üzerine çıkarken, BİST-100 Endeksinde ise aynı periyotta %172,9'luk artış yaşanmıştır. Bu doğrultuda BARMA'nın BİST-100 Endeksine göre rölatif performansı %15,3 daha kötü gerçekleşmiştir.

BARMA & XU100 Karşılaştırmalı Performans Grafiği



Halka Arz Sonrası Fiyata Etki Eden Faktörler

- 2022 yılına ilişkin olarak satış ve karlılığın beklentiler dahilinde artması
- Şirketin Konya'da yapmayı planladığı kağıt fabrikası yatırımına ilişkin açıklamalar ve beklentiler
- 2023 yılının ilk yarısında gerek deprem gerek sektörel etkiler gerekse de marjları baskılayan unsurlar nedeniyle şirketin faaliyet sonuçlarının beklentilerin altında kalmasıyla performansının Endeksin altında kaldığı görülmektedir.

Sonuç

Sonuç olarak, Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren payları %131,1 oranında prim yapmış olan Barem Ambalaj, işlem görmeye başladığından itibaren gösterge endeksin üzerinde performans sergilerken, özellikle 2023 yılı için belirtilen hususlar çerçevesinde faaliyetlerin beklentilerin altında kalması ile birlikte Endeksteeki yükselişin gerisinde kalmıştır.