



barem[®]
AMBALAJ SAN. ve TİC. A.Ş.

Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

28 Temmuz 2022



RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Barem Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 15 Mart 2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Aday Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş. tarafından 2019-2020, 2021 ve 2022/03 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 28 Temmuz 2022'dir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uydüğümüzü, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarında aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Araştırma bölümünde günlük raporlamalara ek olarak dayanıklı tüketim, enerji, çimento, hava-ulaşım, gayrimenkul sektörlerine yönelik şirket değerlendirme ve sektör raporları da hazırlamıştır. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 9 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırımı, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlendirme projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 9 şirketin halka arz projesi, 4 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırımını, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

BAREM AMBALAJ FİYAT TESPİT RAPORU

2022 Yılında Yüksek Büyüme Beklentisi Yaratılmaktadır

1 1993 yılında kuruldu. Şirket, 1993 yılında kurulmuş olup 2012'de A.Ş.'ye dönüşmüştür. Şirket, İzmir, Gaziantep ve Karaman'da kurulu olan 3 farklı tesisinde toplamda yıllık 113,1 bin ton üretim teknik kapasitesi ile ambalaj sektöründe yüksek katma değere sahip ürün grubu olan ofset baskılı ambalaj üretmekte olup üretilen ürünler kendi içinde ofset baskılı sıvımalı kutu ve ofset baskılı karton kutu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. GES yatırımları, pandemi sonrası artan ambalajlı ürün talebi ve Konya OSB'de kurulması planlanan kağıt fabrikası Şirket için önemli bir büyüme hikayesi oluştururken Şirket, 2020 yılı itibarı ile İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından açıklanan Türkiye'nin ilk 1000 Büyük Sanayi Kuruluşu içerisinde yer alan ambalaj sektörü firmaları arasında 41. sırada yer alırken İSO.2 500'de 173. sırada yer almıştır. (Kaynak: 2020 İSO Birinci 500+İkinci 500 (İlk 1000) Büyük Sanayi Kuruluşu İçerisindeki Ambalaj Sektörü Firmaları Raporu) Şirket'in ödenmiş sermayesi 45.000.000 TL olup söz konusu sermaye Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar arasında eşit olarak dağılmaktadır.

2 2022 yılında GES yatırımı. Şirket üretim maliyetleri arasında önemli yer tutan enerji giderlerini minimize edebilmek adına İzmir, Gaziantep ve Karaman'daki tesislerinde toplam kurulu gücü 3,6 MWh olan GES yatırımını cari yılın ilk çeyreği itibarıyla tamamlamış ve Nisan 2022 sonu itibarıyla tüm tesislerde elektrik üretimine başlamıştır. Enerji maliyetlerinin oldukça yükseldiği bir dönemde Şirket çatı GES yatırımı ile ortalama %16'lık tasarruf sağlamayı hedeflemektedir. GES yatırımına ek olarak Şirket ambalaj üretiminde ana hammadde olan kağıdı satın almak yerine karlılığı artırmak amacıyla bünyesinde üretmeyi planlamaktadır. Bu amaçla Konya OSB'de 100.000 metrekare arazi tahsisini gerçekleştirmiş olup ilerleyen dönemlerde kağıt üretim fabrikasının kurulması ve Şirket'in entegre bir ambalaj üretim tesisine kavuşturulması amaçlanmaktadır. Bununla birlikte kağıt fabrikasına yönelik herhangi bir projeksiyon tarafımızla paylaşılmadığı için ilgili yatırım değerlemede dikkate alınmazken Şirket'in bu minvaldeki niyetinin güçlü olduğu görülmüştür.

3 Fabrikaların stratejik lokasyonu ve önemi artan sektör. Şirket'in İzmir'deki fabrikasının İzmir limanına yakın olması MENA ve Avrupa ihracatı için maliyet avantajı sağlamaktadır. Antep'teki fabrika Kuzey Irak ve Ortadoğu ihracatı için elverişli konumdadır. Bisküvi pazarında güçlü olan İç Anadolu'da ise Karaman tesisi bulunmaktadır. Pandemi sonrası oluşan tedarik zinciri sorunları Türkiye'deki ambalaj üreticileri için önemli bir büyüme hikayesi oluşturmaktadır. Artan şehirleşme ve refah düzeyi ambalaj talebini artırırken Türkiye'de kişi başı ambalaj tüketiminin Avrupa'nın altında olması potansiyel olarak görülmektedir. Ek olarak 2021'in son çeyreğinde artan kur 2022 yılı için satışlar ve EBITDA büyümesi anlamında önemli bir baz etkisi oluşturmaktadır.

4 Değerleme. Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve halka arz iskontosu sonrası 1.620 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2022/03-4Ç ve 2022T EBITDA beklentilerine göre sırasıyla 7,4x ve 5,5x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir. 2021 yılının son çeyreğinde artan kur ve cari dönemde gerçekleşen çatı GES yatırımları nedeniyle 2022/03-4Ç EBITDA rakamı yerine yeni normal yansıtılan 2022 EBITDA'sının değerlendirilmesinde çarpanlarını yorumlamada baz alınmasının daha adil olacağı kanaatindeyiz.

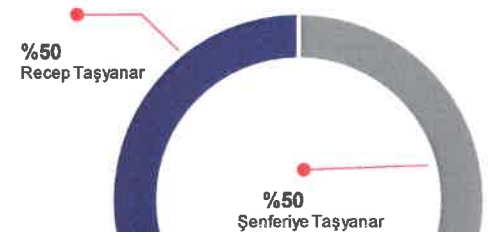
Gelir Tablosu (mTL)	2020	2021	2022T
Net Satışlar	412,1	771,1	1.517,8
EBITDA	72,4	179,8	348,3
EBITDA Marjı	18%	23%	23%
Net Kar	46,8	122,2	M.D

Değer	mTL
Piyasa Değeri	1.620
Net Borç	290
Firma Değeri	1.910
Bilanço (mTL)	2022/03
Dönen Varlıklar	561
Duran Varlıklar	271
Aktifler	831
Kısa Vadeli Borçlar	332
Uzun Vadeli Borçlar	95
Özkaynak	404
Finansal Borç	310

Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 2022/03 4Ç	7,4x
EV/EBITDA 22T	5,5x
F/K 2022/03 4Ç	8,8x
PD/DD 2022/03	4,0x
EV/Satış 2022/03	1,9x
Net Borç/EBITDA	1,1x

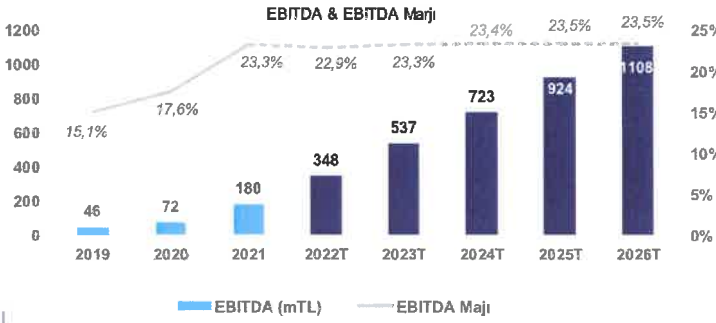
Piyasa Çarpanları 4Ç	EV/EBITDA
Yurtdışı Çarpanlar	9,9x
BİST Sınai	9,2x
BİST Kağıt, Basım	8,4x
BAKAB	9,4x
DURDO	7,9x

Ort. Yapısı



Yatırım Tezi

Grafik:1 2022'de gerilemesi öngörülen EBITDA marjının sonraki yıllarda yatırımların etkisi ile %23-24 bandına oturması beklenmektedir...



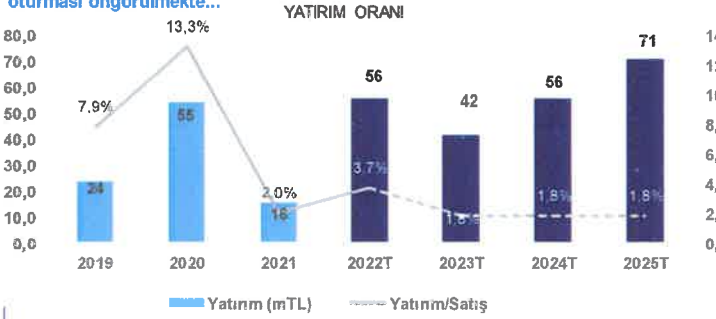
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2019-2022/03 döneminde güçlü mali veriler...



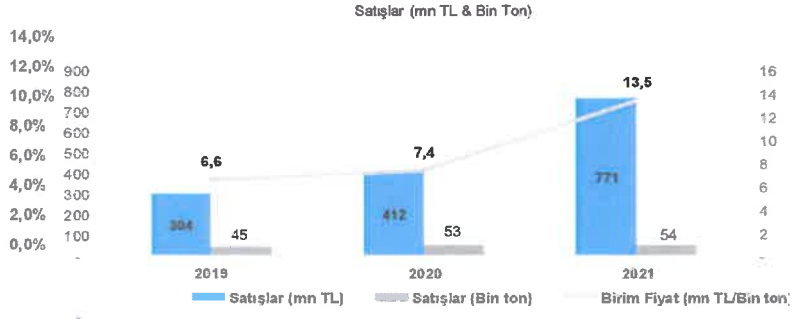
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.
Kaynak: Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risklerinin Tahmini, Ömer Halisdemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

Grafik:3 2022 yılında yapılan GES yatırımının etkisi ile yatırım/satış rasyosunun %3-4 seviyesine yükselmesi sonrasında ise kapasite koruma yatırımları nedeniyle yatırım/satış rasyosunun %1,8 bandına oturması öngörülmektedir...



Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 2021 yılında gerek kur artışı gerekse döviz bazlı hammadde maliyetleri nedeniyle birim satış fiyatları önemli oranda artarken baz etkisinin 2022 yılında kendisini göstemesi beklenmektedir...



Kaynak: Şirket

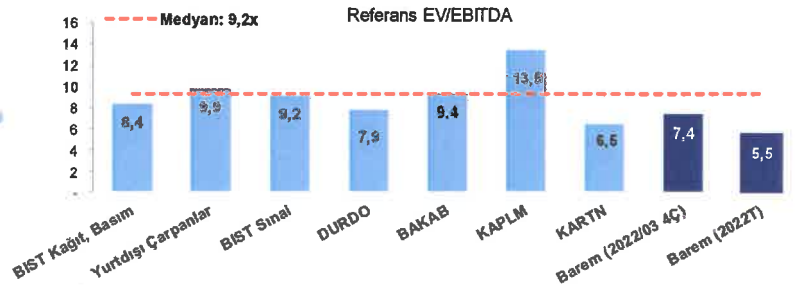
Birim fiyat hesaplanırken diğer satışlar göz önünde bulundurulmamıştır

Grafik 5: Yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlarına yakın işlem görmektedir...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 2.044 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.620 mn TL değere ulaşılmıştır

Yılın son çeyreğinde başlayan enflasyonist ortam ve kur şoku nedeniyle son 4 çeyrek EBITDA verileri yerine 2022 yılında beklenen EBITDA tahmini değerlemede daha fazla önem arz etmektedir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2022/03 ve 2022'de beklenen EBITDA verilerine göre sırasıyla 7,4x ve 5,5x EV/EBITDA çarpanlarına işaret etmektedir

Duyarlılık analizinde Şirket değeri aralığı 1.135 mn TL ve 2.928 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%21 halka arz iskontosu. İNA yöntemine %50 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	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

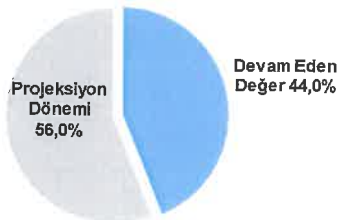
Değer Çarpanları	2022-03	2022T
EV/EBITDA	7,4	5,5
F/K	8,8	m.d.
EV/Net Satış	1,9	1,3
PD/DD	4,0	m.d.

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %56'sı projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 1.586-1.931 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 1.135 mn TL ve 2.928 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı



(1) BİST Kağıt-Basım

1.135 mTL

2.928 mTL

(2) Yurtdışı Benzerler

1.462 mTL

2.629 mTL

(3) BİST Sınai

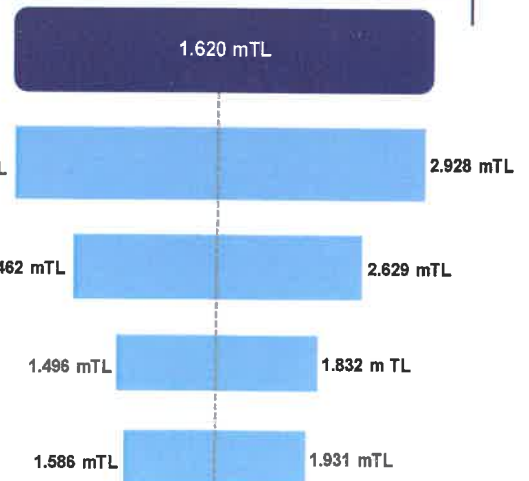
1.496 mTL

1.832 m TL

(4) İNA

1.586 mTL

1.931 mTL



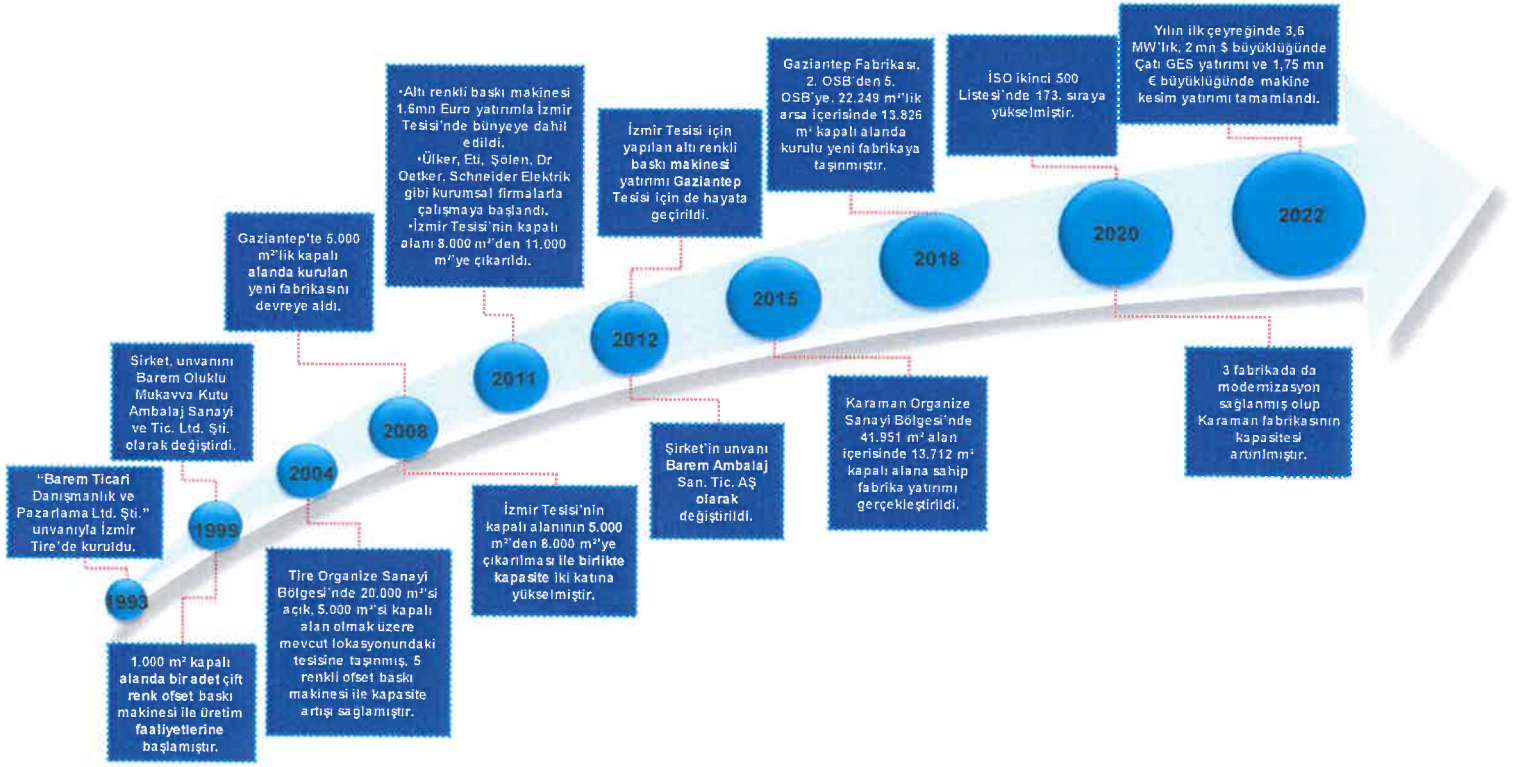
Şirket Profili

2017 yılında ISO ikinci 500 Listesi'ne 360. sıradan giriş yapan Şirket, 2018'de 246. sıraya, 2020'de ise 173. sıraya yükselmiştir

Şirket, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından verilen yatırım teşvikleri kapsamında 2021 yılı içerisinde 27 m TL, 2022'nin ilk çeyreğinde 9,1 m TL tutarında kurumlar vergisi istisnasından yararlanmaktadır

Sektörde önemli tecrübe. 1993'te kurulan Şirket, 04.01.2013 tarihinde Barem Oluklu Mukavva Kutu Ambalaj Sanayi ve Tic. Ltd. Şti.'nden nevi değişikliğine giderek anonim şirkete dönüşmüş olup şirket merkezi Tire/İzmir'dir. Şirket'in faaliyet alanı oluklu mukavva, safiha, kutu kağıt ofset baskılı kutu ve her türlü ambalaj ve kutu imal etmek veya bunları dışarıda fason olarak yaptırmak olup konusu ile ilgili ürünlerin dahili ticaretini ve ihracatını yapmaktır. Şirket, ambalaj sektöründe yüksek katma değere sahip ürün grubu olan ofset baskılı ambalaj üretmekte olup, Şirket'in ürettiği ürünler kendi içinde, ofset baskılı sıvamlı kutu ve ofset baskılı karton kutu olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Şirket üretim faaliyetleri kapsamında; 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 Sertifikasına sahiptir. Aynı zamanda Şirket, sahip olduğu FSC belgesi (Kağıtların Bağımsız Bir Şekilde Sürdürülebilir ve Çevre Dostu Olarak Değerlendirildiğine İlişkin Sertifika) ile üretilen ürünlerin yaşanılabilir bir geleceğe katkı sunması, geri dönüşüm gereklilikleri ve sürdürülebilir orman varlığını koruyup desteklemesi adına güvence vermektedir.

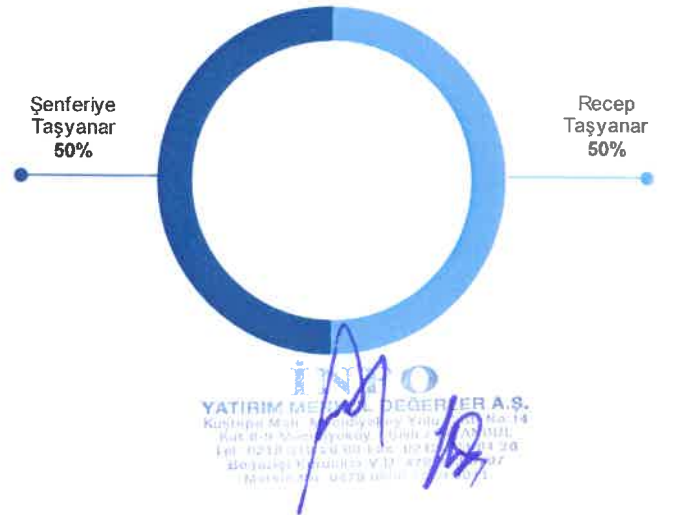
Ana ortaklar. Recep Taşyanar ve Şenferiye Taşyanar, Barem Ambalaj'ın 45.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinde eşit ortaklığa sahiptir. 4.000.000 adet A grubu imtiyazlı payların 2.000.000 adedi Recep Taşyanar'a, kalan 2.000.000 adedi ise Şenferiye Taşyanar'a aittir. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.



Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Nominal, TL	Oran
Recep Taşyanar	A	2.000.000	4,4%
	B	20.500.000	45,6%
Şenferiye Taşyanar	A	2.000.000	4,4%
	B	20.500.000	45,6%
Toplam	A + B	45.000.000	100%



Yönetim Kurulu
Recep Taşyanar
 YK Başkanı

► 1959 yılında İzmir, Tire'de doğan Recep Taşyanar, Öğretmen Lisesi mezunudur. Ambalaj sektöründe 40 yıldan fazla deneyime sahip olup, Barem Ambalaj'da Yönetim Kurulu Başkanı ve Pay Sahibi olarak görevine devam etmektedir. Ayrıca Karton Ambalaj Sanayicileri Derneği'nde (KASAD) Yönetim Kurulu Üyesidir.

Sertaç Taşyanar
 YK Başkan Yardımcısı

► 1982 yılında İzmir, Bornova'da doğan Sertaç Taşyanar, Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Bölümü mezunudur. Ambalaj sektöründe 20 yıldan fazla deneyime sahip olup, Barem Ambalaj'da Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı olarak görevine devam etmektedir.

Şenferiye Taşyanar
 YK Üyesi

► 1960 yılında Denizli'de doğan Şenferiye Taşyanar, Ticaret Lisesi mezunudur. Barem Ambalaj'da Yönetim Kurulu Üyesi ve Pay Sahibi olarak görevine devam etmektedir.

Serap Taşyanar
 YK Üyesi

► 1986 yılında İzmir'de doğan Serap Taşyanar, Marmara Üniversitesi İşletme Bölümü mezunudur. London Metropolitan University'de Uluslararası Ticaret ve Pazarlama alanında yüksek lisans yapmıştır. Ambalaj sektöründe 10 yıldan fazla deneyime sahip olup, Barem Ambalaj'da Yönetim Kurulu Üyesi olarak görevine devam etmektedir.

Cemal Güreşçi
 Bağımsız YK Üyesi

► 1954 yılında İzmir, Tire'de doğan Cemal Güreşçi, 1983-1990 yılları arasında kağıt ve ambalaj sektöründeki faaliyet gösteren Tire Kutsan A.Ş.'de Finansman Müdürlüğü görevini yürütmüş olup, 1990 yılından itibaren de İzmir, Tire'de Sigorta Acenteliği sektöründe faaliyet göstermektedir. Ege Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi mezunu olan Cemal Güreşçi, Barem Ambalaj'da Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi olarak görevine devam etmektedir.

Ahmet Tümer
 Bağımsız YK Üyesi

► 1958 yılında İzmir, Tire'de doğan Ahmet Tümer, 1988-1994 yılları arasında ambalaj sektöründe faaliyet gösteren Süperpak Ambalaj A.Ş.'de İdari ve Mali İşler Müdürlüğü görevini yürütmüş olup, 1994 yılından itibaren de İzmir, Tire'de Bağımsız Serbest Muhasebeci Mali Müşavir unvanı ile özel bürosunda hizmet vermektedir. İstanbul Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi mezunu olan Ahmet Tümer, Barem Ambalaj'da Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi olarak görevine devam etmektedir.

Ürünler
Ofset Baskılı Sıvımalı Kutu

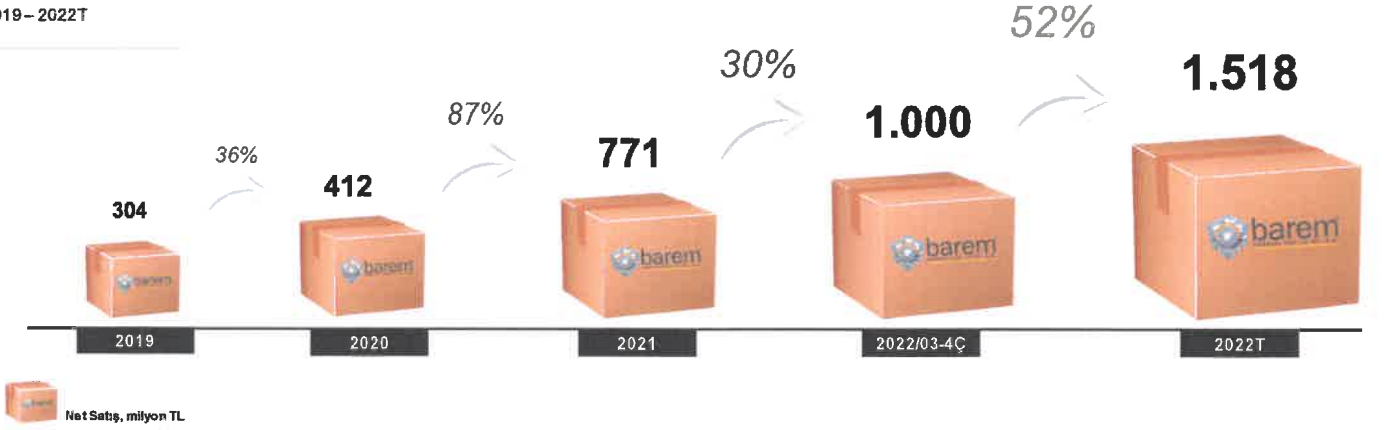
Ofset Baskılı Karton Kutu

FAALİYET ÖZETİ

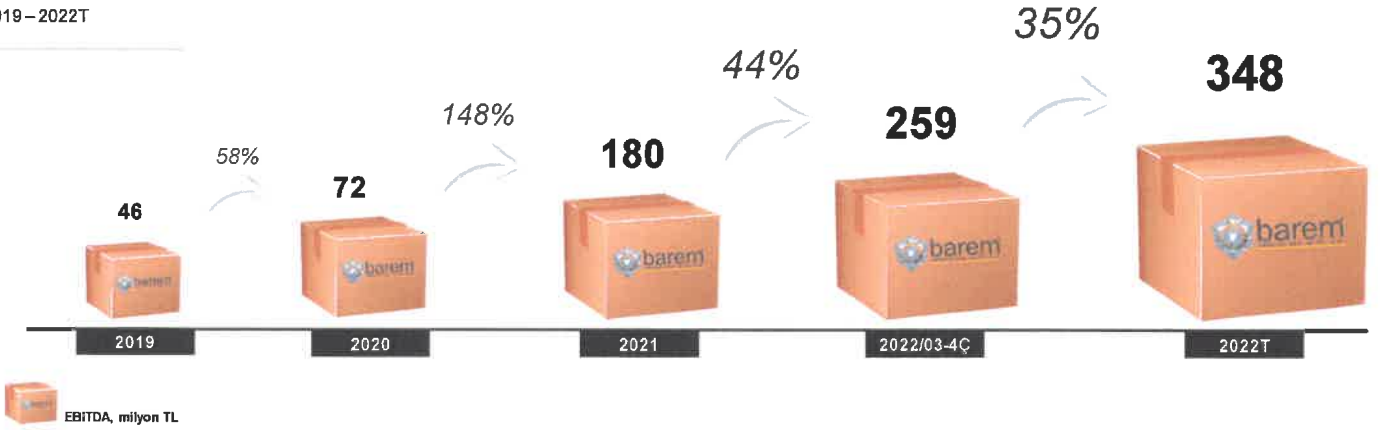
Ortaklar & Kuruluş	İhracat & Ürünler	Yatırımlar & Referans Müşteriler	Sektör																		
Ortaklar 60% Şenferiye Taşyanar 50% Recep Taşyanar 1993 yılında kuruldu Mülkiyetli Şirket'e ait 3 fabrika 84.201 m ² toplam fabrika alanı Merkez: İzmir / Tire Çalışan Sayısı: 837	İhracat 26 Ükeye, toplamda 13,9 mn USD ihracat Ürünler Ofset Baskılı Sıvımalı Kutu Ofset Baskılı Karton Kutu Mali Veriler <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2022/03 - 4Ç</th> <th>2022T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>1.000 mTL</td> <td>1.517,8 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>258,5 mTL</td> <td>348,3 mTL</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>403,7 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>831,4 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>183,4 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>		2022/03 - 4Ç	2022T	Net Satışlar	1.000 mTL	1.517,8 mTL	EBITDA	258,5 mTL	348,3 mTL	Özkaynak	403,7 mTL	m.d.	Aktifler	831,4 mTL	m.d.	Net Kar	183,4 mTL	m.d.	Bazı Önemli Yatırımlar - 2018-2021 arasında 19,1 mn TL fabrika yatırım - İleride yapılabilecek kağıt fabrikası yatırımı için Konya OSB'de 1,8 mn TL 100.000 m ² arsa yatırım - 2022'de 3,6 MW kurulu güce sahip, 2,0 mn USD tutarında 3 adet çatı GES yatırım - 2022'de 1,75 mn Euro kesim makinesi yatırımı Bazı Referans Müşteriler - Ülker - Etil - Şölen - Dr Oetker - Schneider Elektrik	Türkiye'de ambalaj sektörünün büyüklüğü üretim miktarı olarak 2020'de yıllık %10,4 büyüyerek 10,3 milyon tona yükselmiştir. 2020 yılındaki üretimin %36'sı plastik ambalaj grubundan, %28'i okulu mukavva grubundan, %18'i cam ambalaj grubundan oluşmaktadır. Dış satışların daha yakın bir tarih aralığından izlenebilmesi nedeniyle Türkiye Ambalaj Sektörü büyüklüğünün 2021 sonunda yıllık %12 artışla 28 milyar doları bulacağını öngörülmektedir. 2020 yılında 2.965.657 ton, 5,1 milyar USD olan ambalaj ihracatı; miktar bazlı yıllık %4, değer bazlı %26,1 artışla 2021'de 3.083.096 ton, 6,5 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında 1.724.427 ton, 3,1 milyar USD olan ambalaj ithalatı; miktar bazlı yıllık %7,2, değer bazlı %21,6 artışla 2021'de 1.847.907 ton, 3,8 milyar USD olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında karton ambalaj ürünleri ihracatı yıllık %48,8 artışla 400 mn USD olarak gerçekleşmiştir. İthalat kanadında ise yıllık %21,8'lik bir artış yaşanmış olup 36,5 mn USD tutarında ithalat yapılmıştır.
	2022/03 - 4Ç	2022T																			
Net Satışlar	1.000 mTL	1.517,8 mTL																			
EBITDA	258,5 mTL	348,3 mTL																			
Özkaynak	403,7 mTL	m.d.																			
Aktifler	831,4 mTL	m.d.																			
Net Kar	183,4 mTL	m.d.																			

71% YBBO

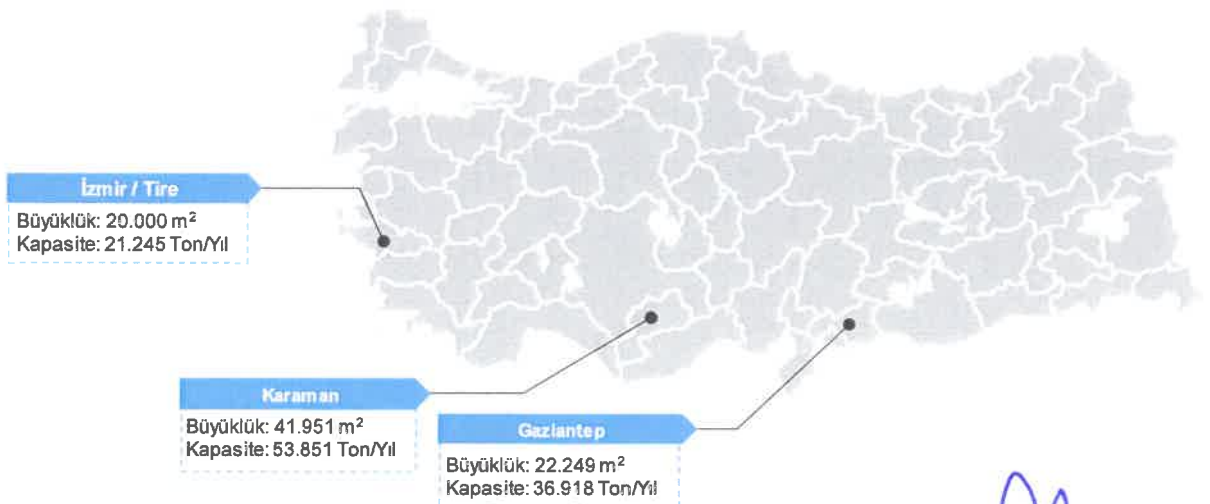
2019 – 2022T


97% YBBO

2019 – 2022T



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket



Finansal Analiz

2020 yılında gerçekleştirilen 54,7 mn TL'lik yatırımla 3 fabrikada da modernizasyon yapılırken Karaman fabrikada son teknoloji baskı makinesi ile kapasite artışı sağlanmıştır.

Gaziantep, Karaman ve İzmir fabrikalarının yıllık teknik üretim kapasitesi 113 bin ton olmasına karşılık fiili kapasite 100 bin tondur

Kurdaki yükseliş ve artan işletme sermayesi finansal borç artışında temel parametreler

Kredi kartı limitleri ile hammaddede peşin alım iskontosu avantajından yararlanılmakta ve karlılık artırılmaktadır.

Ürünlerin fiyatlamasında Euro'nun etkili olması ve ihracatta Euro bazlı gelir nedeniyle Şirket Euro kredileri özellikle yatırım kredisi olarak kullanabilmektedir.

2021 yılında TL kredilerde %5,89-%27,34 faiz aralığı bandı dikkat çekerken, Euro kredilerde %4,33-%8,51 faiz aralığı bağımsız denetimde raporlanmaktadır.

Yatırım amaçlı gayrimenkul elden çıkarıldı. Şirket'in 2019 yılında yaklaşık 6 mn TL defter değerine sahip yatırım amaçlı gayrimenkulü bulunmaktadır. 2018 sonunda Gaziantep'te yeni fabrikanın tamamlanması ile Şirket eski fabrikayı 2019 yılında yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflamıştır. Bununla birlikte Gaziantep'te yatırım fırsatı olarak arsa yatırımı yapılmıştır. 2020'de Gaziantep'teki eski fabrika ve arsası satılırken, 2021'de yatırım amacıyla alınan arsa da elden çıkarılmıştır. Böylece Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulü 2021 itibarıyla bilançodan tamamen çıkmıştır. Ayrıca Gaziantep'teki eski fabrikaya ait bazı makineler de 2021 yılında elden çıkarılmıştır.

Maddi duran varlık yatırımları. 2018 yılında yatırımına başlanan Gaziantep'teki yeni tesis 2019 yılı Mart ayında devreye alınarak aktifleştirilmiş olup, 11,4 milyon TL tutarındaki yatırım gerçekleştirilmiştir. Şirket 2019 yılında 23,9 mn TL maddi duran varlık yatırımı realize etmiştir. 2019 yılında Gaziantep'teki yeni tesis kapsamında yapılan yeni yatırımlara ek olarak 2020 yılında her 3 yerleşkedeki fabrikalarda da modernizasyon yatırımları yapılmış olup, İzmir/Tire ve Karaman tesislerine ofset baskı makinesi, Karaman ve Gaziantep tesislerine ise kesim makinesi yatırımları yapılmıştır. Şirket'in maddi duran varlıkları 2019 yılında 91 mn TL seviyesindeyken, 2020 yılında 54,7 mn TL'lik yatırım gerçekleştirilmiştir. Tire fabrikada makine revizyonu amaçlı yatırım yapılırken, Karaman fabrikada kapasite artışı gerçekleştirilmiştir. 2021 yılında ise Karaman fabrikası bünyesinde 1,5 milyon TL tutarında ek bina yatırımı yapılmış olup, yıllık toplam yatırım bedeli 15,8 mn TL olarak kaydedilmiştir. Ek olarak 2021 yılında her 3 fabrika bina ve arsalarına SPK tarafından yetkilendirilmiş gayrimenkul değerlendirme kuruluşu tarafından değerlendirme yapılmış ve toplamda 78,9 mn TL yeniden değerlendirme değer artışı ile maddi duran varlıklar 2021 yılında 217,8 mn TL'ye ulaşmıştır. 2021 yılında maddi duran varlık artışında yeniden değerlendirme etkinken, 2020 yılında kapasite ve verimlilik artırıcı yatırım maddi duran varlık büyümesinin temel dinamiğini oluşturmuştur. 2021 yılında yeniden değerlendirme sadece fabrika bina ve arsasını kapsamakta olup, makine ve ekipman değerlemeye dahil edilmemiştir. 2022/03 döneminde ise kesim makinesi ve çatı GES kaynaklı 56,3 mn TL yatırım yapılmış ve maddi duran varlıklar ayrılan amortisman sonrası 269,2 mn TL'ye ulaşmıştır.

İşletme sermayesi finansal borcu artırdı. 2019 yılında 113,2 mn TL olan toplam finansal borçlar 2020'de 154,0 mn TL'ye yükselirken 2021 yılını 217,3 mn TL'den kapatmıştır. 2020 yılında gerçekleştirilen yatırımlar ve Euro'nun TL karşısında güçlenmesi ile Euro kredilerin TL bazlı değerinin yükselmesi borçluluk artışındaki temel etkenlerdir. 2021 yılındaki borçluluk artışında temel dinamik ise artan işletme sermayesi açığıdır. Enflasyonist ortamda yükselen stoklar ve ticari alacaklara ek olarak stok gün ve ticari alacak gün sürelerinin uzaması gelirlerin önemli arttığı 2021 yılında yüksek oranda işletme sermayesi açığı yaratmış ve bu durum özellikle kısa vadeli borçluluğu artırmıştır. Ek olarak kredilerin bir kısmının Euro cinsinden olması da kurdaki artışla TL bazlı borçluluğu 2021 yılında yükseltmiştir. Kısa vadeli krediler içinde 2021 yılında yaklaşık 30,2 mn TL'lik kredi kartı borcu dikkat çekmektedir. Şirket birden çok bankadan yüksek limitli kredi kartına sahiptir. Kredi kartı ödemelerinde vade aşımı gerçekleşmediği müddetçe herhangi bir faiz gideri oluşmamaktadır. Başka bir deyişle Şirket, yüksek limitli kredi kartları ile 30 gün vadeli ve sıfır faizli işletme sermayesi kredisi kullanmakta ve faiz maliyetlerini aşağı çekmektedir. Şirket'in yatırımlarını büyük oranda tamamlaması ve işletme sermayesi açığında olması finansal borçların daha çok kısa vadede bulunmasının temel nedenidir. 2022/03 döneminde ise hem enflasyon ve yüksek büyüme nedeniyle artan işletme sermayesi açığı hem de kesim makinesi ve çatı GES yatırımlarının doğurduğu finansman nedeniyle finansal borçlar 310 mn TL'ye yükselmiştir. 2019 yılında 21,9 mn TL olan ticari borçlar 2020 yılında 41,8 mn TL'ye yükselmiştir. 2020 yılında satışlardaki büyüme daha sınırlı olmasına rağmen ticari borç ödeme gün süresi 32 günden 36 güne yükselmiş ve bu durum ticari borçlarda önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. 2021 yılında ise küresel bazda emtiaların hammadde tedarikinde sorun yaşanması ticari borç ödeme vadesini 34 güne indirmiştir. Ayrıca 2020 yılında 4,2 mn TL olan kısa vadeli kredi kartı borçları 2021 yılında 30,2 mn TL'ye yükselerek peşin iskontosunu artırmış ve ticari borç vadesini aşağı çekmiştir. Sonuç olarak 2021 yılında satışların maliyeti %75,5 oranında artarak ticari borçlarda %53'lük artışı tetiklemiş ve 64,1 mn TL seviyesine ulaştırmıştır. 2022/03 döneminde ise ticari borçlar 71,9 mn TL'ye yükselmiştir.

Finansal Analiz

Verimli sermaye yönetimi dikkat çekmekte

2022/03'te 403,7 mn TL özkaynak büyüklüğü

%45,4 özkaynak karlılığı. Şirket'in 2019 yılında 1 mn TL olan kısa vadeli ertelenmiş gelirler hesabı 2021 yılında 7,8 mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket bazı ürünlerde enflasyonist ortamda fiyatı sabitlemek isteyen müşteriler için önden avans almaktadır. Enflasyonist ortam ön ödemeli müşteri avanslarını artırabilmektedir. 2022/03 döneminde ise kısa vadeli ertelenmiş gelirler 7 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket 3 fabrika yatırımı için yatırım teşvik belgesi almış olup teşvik belgeleri büyük oranda tamamlanmıştır. Bu durum geçmişte vergi yükümlülüğünün az olmasının bir sebebiyken teşvik kapsamı bittiği için 2021 yılında kısa vadeli yükümlülüklerde 15,4 m TL dönem karı vergi yükümlülüğü ortaya çıkmıştır. 2022/03 döneminde ise ilgili hesap 13,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında kısa vadeli diğer borçlarda takip edilen 4,6 mn TL'lik yükümlülüğün 1,2 mn TL'lik kısmı ortağa borç olup kalan bakiye ödenecek KDV borçları ile ilgilidir. 2022/03'te ortağa borç 1 mn TL'nin altına gerilemesine rağmen ödenecek vergiler hesabındaki artışla cari dönemde kısa vadeli diğer borçlar 5,7 mn TL'ye yükselmiştir. Sonuç olarak 2019 yılında 77,7 mn TL olan özkaynaklar 2020 ve 2021'de sırasıyla 124,3 mn TL ve 315,6 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022/03 döneminde karlılıktaki artışın etkisi ile özkaynaklar 403,7 mn TL'ye ulaşmıştır. Son 3 yılda Şirket finansman ihtiyacı için bedelli sermaye artışı yapmamış olup, 2019 yılında geçmiş yıl karlarından bedelsiz sermaye artışı gerçekleştirilmiştir. Özkaynakların büyük oranda karlılıktan oluşması özkaynak verimliliği açısından önem arz etmektedir. Mevduat faizleri ve 10 yıllık devlet tahvilinin sırasıyla ortalamada %17 ve %23 seviyesinde olduğu dikkate alınır 2022/03'te üretilen %45'lik özkaynak karlılığı sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmektedir.

Bilanço				
31 Aralık, TL	2019 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022/03 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Barem Ambalaj				
Özkaynak ve Yükümlülükler	229.247.417	337.800.830	641.234.915	831.362.314
Kısa Vad. Borç.	27.833.761	13.327.875	115.303.994	167.139.586
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs	29.220.233	60.294.758	51.772.318	56.189.189
Dönem Kâr Vergi Yükümlülüğü	-	28.058	15.450.379	13.495.791
Kiralama İşlemlerinden Borç.	-	-	134.787	388.560
Ticari Borçlar	21.892.925	41.807.062	64.088.406	71.869.059
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	4.945.183	3.490.796	5.263.275	7.129.830
Diğer Borçlar	3.105.492	5.909.890	4.665.504	5.682.373
Ertelenmiş Gelirler	1.000.639	4.174.651	7.813.241	7.044.220
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	902.234	1.884.040	2.997.623	3.347.497
Kısa Vad. Yükümlülükler	88.900.467	130.917.130	267.489.527	332.286.105
Uzun Vad. Borç.	56.108.541	80.377.024	49.994.212	86.130.567
Kiralama İşlemlerinden Borç.	-	-	130.684	224.975
Diğer Borçlar	4.407.211	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	-	-	706.086	567.032
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü:	-	-	4.474.569	5.259.447
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.139.455	2.239.240	2.820.172	3.213.265
Uzun Vad. Yükümlülükler	62.655.207	82.616.264	58.125.723	95.395.286
Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000
Diğ. Kap. Gelirler / (Giderler)	477.326	360.466	69.554.013	69.842.364
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	2.129.854	2.129.854	2.129.854	5.840.442
Geçmiş Yıl Karları	5.110.555	29.930.205	76.777.116	195.529.278
Net Kar	24.974.008	46.846.911	122.158.682	87.468.839
Özkaynaklar	77.691.743	124.267.436	315.619.665	403.680.923

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Finansal Analiz

2019 yılında Gaziantep'te yeni fabrika devreye alınmış ve kapasite önemli oranda artırılmıştır. Aynı şekilde 2020 yılında Karaman fabrikada modernizasyon ve kapasite artırıcı yatırım gerçekleşmiştir. İlgili yatırımlar 2019 ve 2020 gelirlerini etkilemiştir.

SMM'de %84'lük paya sahip hammadde 2021 yılında yaşanan döviz bazlı yükseliş net satışlardaki büyümenin dinamosu olmuştur.

Diğer gelirler hurda kağıt ve karton, alüminyum baskı kalıp, tahta palet satışları ve tedarikçilerden alınan ciro primlerinden oluşmaktadır.

2021'de artan navlun maliyetleri ve Irak'ta gümrük vergilerinin konulması ihracatı olumsuz etkilemiştir.

Çin kaynaklı tedarik zincirinin aksaması, AB'de çevresel endişeler nedeniyle hammadde üreticilerinin kapasitelerini azaltması arz talep dengesizliği ile hammadde fiyatlarını döviz bazlı artırmıştır.

Kurlardaki artış, ölçek ekonomisi, modernizasyon yatırımları ve enflasyonist ortamda yüksek stok tutulması brüt kar marjını yükseltmiştir

2022/03'te net satışlarda güçlü büyüme devam etti. 2020 yılında yurt içi satış ton bazlı %12 artarken ihracat miktarsal olarak %56 büyümüştür. Yurt içi ve yurt dışı satışlarda birim fiyatlarda %12'lik artış gerçekleşmiş ve %1,9'luk iade/iskonto sonrası nominal satışlar 2020 yılında %35'lik büyüme sergilemiştir. 2020 yılında pandemi nedeniyle ambalaj kullanımının artması miktarsal büyümenin temel nedeni olarak açıklanmaktadır. Kurdaki önemli artışa karşın ihracat pazarlarını elde etmek adına 2020 yılında yurt dışı birim fiyatındaki sınırlı artış dikkat çekmektedir. 2019 yılında %15 satış payına sahip yurt dışı nominal satışlar 2020'de %20'ye yükselmiştir. Şirket'in 2019'da %5,4 satış payına sahip diğer gelirleri ise 2020 yılında %6,9'a çıkararak net satışları desteklemiştir. 2021 yılında ise yurt içinde miktarsal büyüme %3 olarak gerçekleşirken ihracatta reel olarak %6 küçülme yaşanmıştır. 2021 yılında ihracatta konteynir krizi yaşanması miktarsal büyümeye ket vururken, Gaziantep fabrikanın önemli bir müşterisi olan Irak'ta gümrük vergilerinin artırılması talebi aşağı çekmiştir. Irak'ta yükselen enflasyon da satın alma gücünü aşağı çekerek talebi düşürmüştür. Tüm bu etkiler sonucu Şirket'in ihracatının satış payı 2021'de %16'ya gerilemiş ve 127,4 mn TL yurt dışı satış elde edilmiştir. Gaziantep ve Karaman fabrikanın yerli müşterileri Afrika ve Ortadoğu'ya ihracat yapan firmalardan oluşmaktadır. 2021 yılında ilgili bölgelerde talebin düşmesi ve artan navlun maliyetleri 2 fabrikanın müşterilerinde miktarsal talebi düşürmüştü ve bu durum Şirket'in yurt içi reel satışlarını baskılamıştır. Toplamda miktarsal satışlar 2021'de %1,5 artmasına karşılık ilgili yıldaki net satış gelirindeki güçlü büyüme fiyat bazlı gerçekleşmiştir. 2021 yılında hammadde fiyatları Çin merkezli arzın azalmasına ek olarak AB'de çevre endişeleri nedeniyle düşen üretici kapasiteleri arz-talep dengesini bozmuş ve hammadde fiyatlarını yükseltmiştir. Yükselen navlun ve enerji fiyatları da hurda kağıt, esmer kağıt ve karton hammaddesinde döviz bazlı önemli artışları beraberinde getirmiştir. Bu durum ürün fiyatlarına da yansımıştır. Yurt dışı fiyatın navlun etkisiyle 2019 ve 2020'de yurt içi fiyatın üstünde olduğu dikkat çekerken 2021'de makas önemli oranda kapanmıştır. Ek olarak 2021 yılında Şirket'in diğer gelirlerinde de kayda değer bir büyüme gerçekleşmiş ve yurt içi ve yurt dışı satış toplamının %8'ine ulaşmıştır. Hurda kağıt fiyatlarındaki artış ve Euro bazlı anlaşılın tedarikçi başarı priminde artan kurun da etkisiyle diğer gelirlerdeki güçlü büyüme net satışları etkilemiştir. Sonuç olarak net satışlar 2021 yılında %87,1'lik büyüme ile 771,1 mn TL olarak gerçekleşirken ihracatın toplam gelirden aldığı pay %16 olarak kaydedilmiştir. 2022/03 döneminde ise fiyat artışlarının domine etmesi sonrası net satışlar %161,7 oranında artarak 370,5 mn TL'ye ulaşmıştır. Cari dönemde ihracatın 2021/03 döneminin 3 katına ulaşması dikkat çekmektedir. 2022/03'te miktarsal satışlar ise yurt içi ve yurt dışında sırasıyla 10,7 ve 2,3 bin ton olarak kaydedilmiştir. İlgili dönemde ÜFE'nin %112'ye ulaşması da dikkate alınmalıdır.

Brüt kar marjı yıllara sari artmakta. 2019-2020-2021 yıllarında Şirket'in brüt kar marjı sırasıyla %19,0, %21,7 ve %26,5 olarak gerçekleşmiş ve yükseliş trendinin korunduğu gözlemlenmiştir. 2019 yılında Gaziantep tesisi eski fabrikadan yeni fabrikaya geçmiş ve artan kapasiteye ek olarak makinelerde revizyon yapılmıştır. 2020 yılında ise Tire ve Karaman fabrika için modernizasyon yatırımı yapılmış, son teknoloji baskı makineleri bünyeye dahil edilmiştir. 2019 ve 2020'de brüt kar marjı artışında ilgili modernizasyon yatırımları düşen hata payı-fire oranı ve artan işçi başı üretim adetleri ile brüt kar marjını yukarı yönlü etkilemiştir. Benzer etki tam yıl olarak 2021'de de brüt kar marjını yukarı çekmiştir. 3 yıllık dönemde brüt kar marjını artıran bir diğer etken ise Euro/TL paritesinin yükselmesidir. Artan kurlar doğrudan geliri etkilerken, giderlerde hammadde dışı birçok maliyet TL bazlı olduğu ve kur geçişkenliği işletme giderlerinde azaldığı için kurların yükseldiği bir dönemde brüt kar marjı artmaktadır. Ek olarak 2019 yılında 304,1 mn TL olan net satışlar 2021 yılında 771,1 mn TL'ye yükselmiş ve artan ölçeğin etkisiyle enerji, bakım onarım ve genel üretim giderlerinin net satış payı her geçen yıl azalarak brüt kar marjını yükseltmiştir. Ayrıca mavi yaka işçi sayısında az da olsa gerilemenin olması ve modernizasyon yatırımı ile işçilik maliyetlerinin satış payı 2021'de %7,5'ten %5,6'ya gerileyerek kar marjını yukarı çekmiştir. Kar marjı düşük ticari mal maliyetinin 2021'de son 3 yılın dibini görmesi de brüt kar marjını olumlu etkilemiştir. Son olarak 2021 yılında Şirket 2019 ve 2020 ortalamalarının üzerinde stoklama yapmış ve ilgili hammadde fiyatlarında özellikle yılın son çeyreğinde önemli yaşanan sıçramalar düşük stok maliyeti etkisiyle brüt kar marjını 2021'de kayda değer bir oranda yükseltmiştir. 2022/03 döneminde ise benzer etkiler sonrası brüt kar marjı %30,5 seviyesine ulaşmış ve brüt kar 113 mn TL ile önceki döneme göre 3 katlık büyüme sergilemiştir.

Finansal Analiz

Genel yönetim giderlerinde personel maliyetleri ve huzur hakkı giderlerinde güçlü büyüme dikkat çekiyor

2021 yılındaki konteyner sıkıntısı pazarlama giderlerindeki gümrük giderlerinde miktarsal olarak ihracatın daraldığı bir yılda dramatik bir sıçramayı beraberinde getirdi.

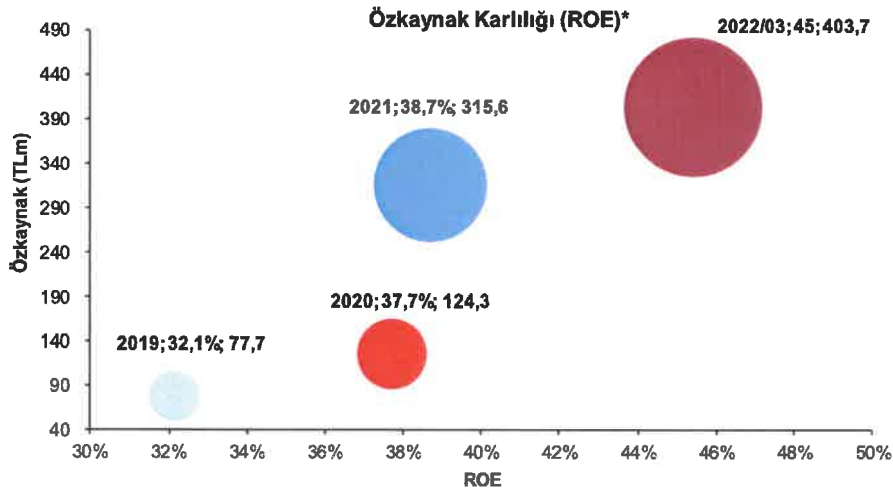
EBITDA'da 2019-2021 döneminde yıllık bileşik büyüme %98,1 olarak gerçekleşti.

Şirket'in ortalama finansman maliyetinin borcuna göre düşük olduğu dikkat çekmektedir. Bu durumda 30 gün vadeli sıfır faizli kredi kartı finansmanı etkili olmakla birlikte 3 yıl vadeli düşük maliyetli kullanılan KGF'ler de finansman maliyetlerini aşağı çekmektedir.

2021 yılında kredi kartları ile satın alınan hammaddelede peşin iskontosu uygulanmış ve bu durum ticari borç vadesini aşağı çekmiştir. Düşen ticari borç vadeleri gelir tablosunu olumlu etkilemekte ve brüt kar marjını artırmaktadır.

Faaliyet giderlerinin satış payı geriledi. 2020'de genel yönetim giderleri %35,5 oranında artış sergilerken 2021'de %16,0'lık yükselişle yılı 13,7 mn TL'den kapatmıştır. Şirket pandemide kısa çalışma ödeneğinden faydalanmamış ve 2021'de genel yönetim giderlerinde yer alan personel maliyetlerinde önemli bir artış yaşanmıştır. Buna ek olarak daha önce ortaklardan alacak hesabı yüksek seyredirken Şirket'in torba yasadan faydalanması ile ortaklardan alacak hesabı kapatılmış ve ana ortaklara huzur hakkı genel kurul kararı ile tanınmıştır. Bu durum genel yönetim giderlerinde 2021'de önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. Ek olarak bağımsız denetim, hukuk ve halka arz danışmanlığı nedeniyle 2021'de müşavirlik giderlerinde kayda değer bir artış yaşanmıştır. Amortisman süresi biten varlıkların etkisiyle genel yönetim giderlerindeki amortismanlarda ciddi bir gerileme yaşanmış ve bu durum genel yönetim giderlerinde 2021 yılındaki büyümeyi sınırlamıştır. 2022/03 döneminde ise genel yönetim giderleri artan huzur hakkı ve personel maliyetlerinin etkisi ile önceki dönem göre %109,7'lik artışla 5 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2020 yılında pazarlama giderleri %47,3'lük artış sergilerken 2021'de net satış büyümesinin altında %61,4 artarak yılı 25,7 mn TL'den kapatmıştır. 2020 yılında pazarlama giderlerinin net satış yükselişinin üzerinde büyümesi 2021 yılında baz etkisini beraberinde getirmiş ve pazarlama gideri satış payını 2020'de %3,9 olan seviyeden 2021'de %3,3'e düşürmüştür. 2019 yılında ise ilgili oran %3,6 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında konteyner sıkıntısı ve artan nominal ihracat nedeniyle yurt dışı nakliye ücretinin de içerisinde olduğu gümrük masraf giderlerinde kayda değer bir yükseliş görülürken, personel ve yurt içi nakliye giderlerindeki artış satış büyümesinin altında gerçekleşmiştir. Komisyoncu üzerinden gerçekleşen ihracatta 2021 yılında önemli bir artış olmaması komisyon giderlerinin yatay seyretmesine neden olurken, fuar katılımlarındaki artış reklam giderlerinde önemli bir yükselişi beraberinde getirmiştir. İhracatın reel olarak azaldığı bir yılda yükselen konteyner giderleri gümrük giderlerindeki dramatik yükselişle pazarlama giderlerini artırmasına rağmen komisyonculara görece daha az ücret ödenmesi, beyaz yaka personel sayısında önemli bir değişiklik olmaması, personel zamlarının yıllık satış büyümesi olan %87'inin altında kalması pazarlama giderlerindeki satış payı azalışının temel dayanaklarını oluşturmuştur. 2022/03 döneminde ise nakliye ve gümrük giderlerinin etkisiyle pazarlama giderleri %98,1'lik artışla 9,6 mn TL olarak kaydedilmiştir.

Güçlü EBITDA büyümesi. Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderleri ticari alacak ve ticari borç kaynaklı kur farkı domine etmektedir. 2019 ve 2020'de ilgili kur farkı nette zarar yazarken 2021'de Şirket lehine pozitif dönmüş ve esas faaliyetlerden diğer gelirlerden kar elde edilmiştir. Geçmiş yıllarda döviz bazlı ticari borcun daha yüksek olduğu dikkat çekerken 2021'de döviz bazlı ticari borçlar azalmış; döviz bazlı ticari alacaklarda önemli bir artış yaşanmıştır. İhracatta alacak vadelerinin uzamasına ek olarak ithalatın azalması ya da ithalatta vadenin peşine yakınsaması 2021 yılında böyle bir sonucun ortaya çıkmasını beraberinde getirmiştir. 2021'de nominal olarak ihracattaki yükseliş ve vadelerin açılması ile döviz bazlı ticari alacak artışına ek olarak kurlardaki sıçrama esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki kur farkını önemli oranda yükseltmiştir. Şirket'in torba yasadan faydalanması ile ortaklardan alan alacaklar oluşturduğu ilgili yılda giderleştirilmiş ve esas faaliyetlerden diğer giderlerde gösterilmiştir. Söz konusu düzeltme için ödenen vergiler de esas faaliyetlerden diğer giderlerde 2021 yılında 0,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2022/03 döneminde ise kur farkı gelirlerinin domine etmesi sonrası esas faaliyetlerden diğer gelirlerden nette 10,8 mn TL gelir yazılmış ve 2021/03 dönemine göre %212,1'lik büyüme gerçekleşmiştir. Şirket 2020 ve 2021'de portföyündeki yatırım amaçlı gayrimenkulleri satmış ve yatırım faaliyetlerinden önemli tutarda kar elde etmiştir. 2020'de eski Gaziantep fabrika binası ve arsası satılırken, 2021'de Gaziantep'teki yatırım amacı ile satın alınan arsa elden çıkarılmıştır. Ayrıca 2021 yılında Gaziantep'teki eski fabrikaya ait bazı makine ekipmanlar da elden çıkarılmış ve yatırım faaliyetlerden diğer gelirlerde muhasebeleşmiştir. 2021 yılında Şirket'in finansman giderleri %49,7 oranında artarak 27,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında artan finansal borçlar finansman giderindeki yükselişin ilk nedenidir. Euro bazlı kredilerde kurun yükselmesi ile oluşan kur farkı giderleri de finansal giderleri yükseltmiştir. 2022/03'te ise yükselen borçluluk ve faizlere ek olarak kurdaki artış finansman giderlerinin %98 artırmış ve 9,4 mn TL seviyesine çıkarmıştır. Sonuç olarak Şirket 2019, 2020, 2021 ve 2022/03 dönemlerinde sırasıyla 45,8 mn TL, 72,4 mn TL, 179,8 mn TL ve 103,4 mn TL EBITDA üretirken, ilgili dönemlerde sırasıyla 25,0 mn TL, 46,8 mn TL, 122,2 mn TL ve 87,5 mn TL net dönem karı açıklamış ve ilgili kalemlerde 2019-2022 döneminde önemli bir büyüme yakalamıştır.



*Balonun büyüklüğü özkaynakları göstermektedir.

● 2020 ● 2021 ● 2019 ● 2022/03

Likidite Rasyoları	2022/03	2021	2020	2019	Referans
Cari Oran	1,69	1,58	1,26	1,27	1,0-1,5
Likidite Oranı	1,23	1,08	0,94	0,96	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2022/03	2021	2020	2019	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	51,4%	50,8%	63,2%	66,1%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	55,4%	53,0%	59,2%	73,4%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	8,1	6,6	4,0	2,7	>3
Net Borç/EBITDA	1,1	1,1	2,1	2,4	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	40,0%	41,7%	38,8%	38,8%	Sektör
Uzun Vad. Yab. Borç/Pasif	11,5%	9,1%	24,5%	27,3%	Sektör
Özkaynak/Pasif	48,6%	49,2%	36,8%	33,9%	Sektör
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	105,9%	103,2%	171,8%	195,1%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	72,5%	66,7%	72,1%	74,7%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2022/03	2021	2020	2019	Referans
Brüt Marj	28,9%	26,5%	21,7%	19,0%	Sektör
EBIT Marjı	25,6%	22,2%	12,9%	11,7%	Sektör
EBITDA Marjı	25,9%	23,3%	17,6%	15,1%	Sektör
Net Kar Marjı	18,3%	15,8%	11,4%	8,2%	Sektör
ROE	45,4%	38,7%	37,7%	32,1%	>Tahvil Getirisi
ROA	30,8%	26,7%	15,7%	15,5%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2022/03	2021	2020	2019	Referans
Yatırım/Amortisman	341,9%	106,0%	502,8%	317,4%	>%100
Yatırım/Net Satış	5,6%	2,0%	13,3%	7,9%	Sektör
EVA-TL	35.341.303,7	20.674.690	-16.613.674	-14.153.407	>0
ROIC	30,8%	30,1%	9,3%	7,2%	>AOSM
CRR	63,9%	55,3%	55,7%	54,5%	<%100

Güçlü Finansal Rasyolar

- Modernizasyon yatırımları, ölçek ekonomisi, yükselen kurlar ve yüksek stoklama brüt kar marjını yukarı çekti
- Faiz karşılama ve Net Borç/EBITDA kritik eşişin altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- 2021 ve 2022/03'te EVA katma değere işaret ederken likidite rasyoları kısa vadeli borç ödeme gücünün yüksekliğine işaret etmekte

Değerleme

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

Değerleme Yöntemleri

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.03.2021-31.03.2022) EBITDA ve net dönem karı ve 2022 tahmini EBITDA tutarı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Fiyat/Kazanç (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Net Borç

289,6 mn TL Net Nakit pozisyonu

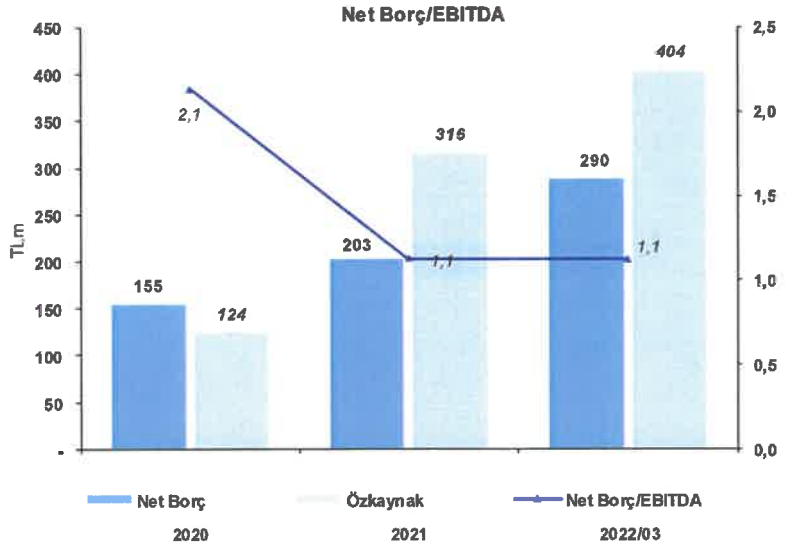
Finansal borçların %77,6'sı TL bazlı olup borçların önemli bir kısmı kısa vadeli

1,1x Net Borç/EBITDA. 2019 yılında 110,3 mn TL olan net borç kalemi 2020 yılında yapılan modernizasyon ve kapasite artışı yatırımının etkisiyle 154,5 mn TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında ise yüksek satış büyümesi ve brüt kar marjını destekleyebilmek adına alacak vadeleri açılırken ticari borç vadeleri kısalmıştır. Ayrıca küresel bazda hammadde tedarikinde yaşanan sorunlara ön almak adına 2019 ve 2020 ortalamasının üzerinde stok tutulmuş ve bu durum brüt karlılığa olumlu yansırken işletme sermayesi açığı kaynaklı net borçluluğu yükseltmiştir. 2019-2021 döneminde Euro ve Dolar'ın TL karşısında değerlenmesi de net borcu yükseltmiş ve 2021 itibarıyla 202,8 mn TL olarak gerçekleşmesini sağlamıştır. 2022/03 itibarıyla kesim makinesi yatırımı, çatı GES yatırımı ve yüksek büyüme ve enflasyonun doğal sonucu olarak artan işletme sermayesi net borcun 289,6 mn TL'ye yükselmesini beraberinde getirmiştir. Şirket, Net Borç/EBITDA rasyosu açısından düşük borçlu şirketler kategorisinde yer almaktadır. 2019 yılında 2,4x olan Net Borç/EBITDA 2020 ve 2021 yıllarında daha hızlı büyüyen EBITDA'nın etkisiyle sırasıyla 2,1x ve 1,1x seviyelerine gerilemiştir. 2022/03 itibarıyla Net Borç/EBITDA rasyosu 1,1x seviyesinde korunmuştur. Şirket gelirlerinde Euro'nun önemli bir etkiye bulunması nedeniyle kredilerde Euro krediler %17,7 pay alırken dolar bazlı kredilerin toplam finansal borçlardan aldığı pay 2022/03'te %4,7 olarak gerçekleşmiştir. Kalan kredi bakiyesi ise TL bazlıdır. Yatırım önemli oranda tamamlandığı için toplam finansal borçta uzun vadeli kredilerin payı 2022/03 itibarıyla %27,0 olup, kredilerde işletme sermayesi finansmanı ön planda yer almaktadır. Şirket yönetimi 2021 sonu itibarıyla ağırlıklandırılmış ortalama kredi maliyetinin %17 olduğunu beyan ederken Şirket'in mevcut durumda ortalamada %22'den uzun vadeli TL bazlı kredi temin edebileceği ifade edilmiştir.

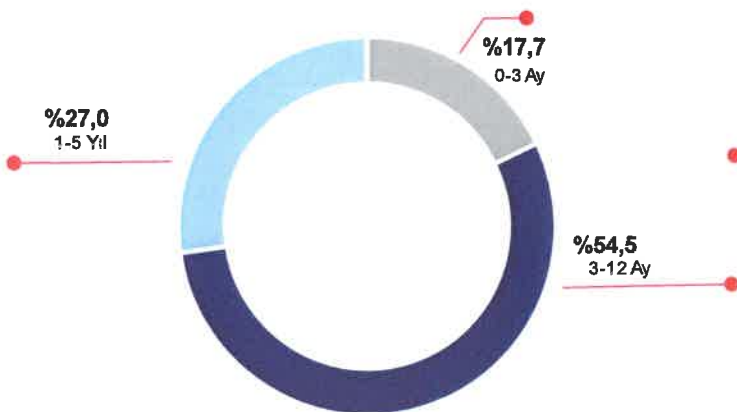
Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2020	2021	2022/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,4	16,5	24,3
Diğer Alacaklar*	0,0	1,6	0,6
Finansal Yatırım	-	1,8	1,8
Kısa Vad. Fin. Borç.	13,3	115,3	167,1
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	60,3	51,8	56,2
Kiralama İşlemlerinden Borç.	-	0,3	0,6
Diğer Borçlar	5,9	4,7	5,7
Uzun Vad. Borç.	80,4	50,0	86,1
Ertelenmiş Gelirler	-	0,7	0,6
Net Borç	154,5	202,8	289,6
Özkaynak	124,3	315,6	403,7
Net Borç/Özkaynak	124,3%	64,2%	71,7%
Net Borç/EBITDA	2,1	1,1	1,1
EBITDA**	72,4	179,8	258,5

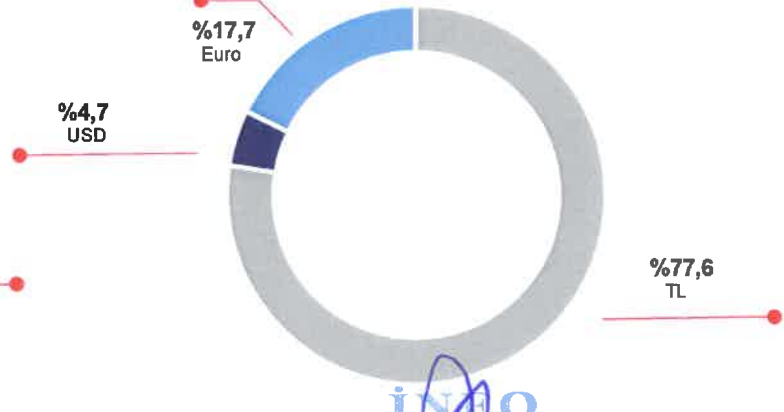
*Diğer alacak, kiralama işlemlerinden borçlar ve diğer borçlar uzun + kısa borçları kapsar



Finansal Borçların Vade Kırılımı (2022/03)



Kur bazlı Borç Dağılımı (2022/03)



Nakit Akışı

İNA modeli ile tespit edilen 2.284 mn TL değer İNA Test Modülleri ile test edilmiştir.

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken 2022 nakit akışı beklentisinden 2022/03'te üretilen nakit çıkarılmıştır.

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 50,75 TL değer. 2022-2028 arası dönemde Şirket yönetiminin beklediği nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2022 yılında fiyat artışına karşın miktarsal gerileme beklenirken 2022/03 itibarıyla tarihi zirvesine ulaşan brüt kar marjında yıl içerisinde aşağı yönlü normalizasyon öngörülmektedir. İşletme sermayesi yatırımı ve pandeminin baz etkisi düşünüldüğünde Yönetim gelecek yıllarda önemli bir büyüme beklerken, net satış büyümesinin enflasyona yaklaşarak büyümenin ve işletme sermayesi yatırımının normalize olduğu sene olan 2028 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmiştir. Şirket 2025 sonuna kadar yurt dışı pazardan pay kapmakta ve sonraki dönemde artış beklenen enflasyon seviyesine yakınsamaktadır. Büyüme destekleyebilmek adına sektörde ortalama %17 olan işletme sermayesinin satış payının %24,5'te dengeleneceği varsayılırken, gelir büyümesinin normalize olduğu dönem normalize yıl seçiminde dikkate alınmıştır. Normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken, uç değere karşılık gelen EV/EBITDA çıkış çarpanı seviyesi 3,3x olarak hesaplanmıştır. Buna göre İNA'da elde edilen değerlerin %44'ü uç değerden kaynaklanmaktadır. Elde edilen İNA değeri Test Modülleri ile test edilmektedir. Projeksiyonda yıllık EBITDA artışı ve toplam yatırım arasındaki denge her bir yıl için korunmuş ve geri dönüş sürelerinin projeksiyon döneminde ortalamada 1,4 yılın altına düşmemesi sağlanmıştır.

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

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ A.Ş.
Kustepa Mah. Mecidiyeköy Yolu No:14
Kat:8-9 Mecidiyeköy - Beşiktaş / İSTANBUL
Tel: 0212 332 26 00 Fax: 0212 332 26 28
Boğaziçi Kurumlar V.D. 476 138 0 487
Mersis No: 0878 0001 7870 0010

İNA Test Modülü

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
Yatırımın 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)
Geri Dönüş Süresi (Yıl)			-1,2	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6

İNA Varsayımları

Şirket, 2019-2021 döneminde miktarsal bazda yurt içinde yıllık bileşik %7,8 büyüme başarısını göstermiştir. 2019-2021 yıllarında ihracatta yıllık bileşik reel büyüme %21 olarak gerçekleşirken toplam satışlarda aynı dönemde Şirket'in yıllık bileşik büyüme oranı reel bazda %9,8 olarak kaydedilmiştir.

2019-2021 döneminde Şirket yüksek büyüme göstermesine ve pandemi sonrası sektörün yurt içi ve yurt dışında öneminin artmış olmasına rağmen projeksiyonda geçmiş büyüme oranlarının altında yükseliş öngörülmüştür.

Yılın ilk çeyreği mevsimsel olarak son çeyreğin gerisinde kalmasına rağmen 2022 beklentisini doğrular nitelikte

Kişi başı ambalaj tüketimi önemli potansiyele işaret etmekte. Yönetim beklentisine göre Şirket'in içinde bulunduğu pazar 2022 yılında reel olarak %8,2 oranında büyüyecektir. Yönetim beklentilerine göre ambalaj sektörünün pandemide öneminin artması, yükselen şehirleşme ve refah seviyesi ve Türkiye'de kişi başı ambalaj tüketiminin Avrupa'nın oldukça gerisinde kalması bu duruma temel teşkil etmektedir. Artan elektronik ticaret de ambalajlı ürünlere olan talebi yükseltmektedir. Ayrıca Yönetim'e göre Çin bazlı devam eden tedarik zinciri sorunları ve AB'de çevresel faktörler nedeniyle sektörde kapasitelerin azaltılması Polonya, Romanya ve Türkiye'deki ambalaj sektörünün önemini artırmıştır. Sektörde yurt içi büyümeye ek olarak söz konusu nedenlerden dolayı ihracat pazarlarının da gelişeceği varsayılmaktadır. 2022 yılında enflasyonist ortamda yükselen fiyatlar nedeniyle satın alma gücünün azalacağı varsayımıyla yurt içinde %0,4 reel gerileme öngörülmüştür. 2023 ve sonrasında ise yurt içinde genel ekonomik büyüme beklentisi olan %5'lik büyüme modelde varsayılmıştır. Buna göre 2019-2021 yıllarında Şirket yurt içinde yıllık bileşik %7,8 büyüme başarısı göstermesine rağmen 2021-2025 yıllarında yıllık bileşik yurt içi reel büyümesi %3,6 olarak modelde dikkate alınmış ve muhafazakar bir tutum belirlenmiştir. Yukarıda bahsedilen nedenlerden dolayı Yönetim ihracatta güçlü reel büyüme beklemektedir. Şirket, söz konusu talebi öngördüğü için 2018 sonunda Gaziantep fabrikası kapasitesi yüksek yeni tesise geçmiş ve Karaman fabrikada 2020 yılında kapasite artırıcı yatırım tamamlanmıştır. Yönetim, ihracata yönelik personel alımı yapıldığını ve departmanın yeniden yapılandırıldığını ifade etmiştir. Şirket, bölgesel fuarlara ek olarak Kuzey Afrika, Kuzey Avrupa, Polonya, Rusya, Güney Afrika, Senegal gibi takvimi belirlenen ülkelerinin fuarlarına katılarak ihracatı güçlendirmeyi planlamaktadır. Yönetim 2022 yılında küresel enflasyonist ortamda satın alma gücünün düşmesi ve konteyner krizi nedeniyle ihracatta %4 reel küçülme öngörürken 2023-2025 yıllarında yıllık %15-14 bandında reel büyüme beklemektedir. Buna göre Şirket 2019-2021 yıllarında ihracatta yıllık bileşik %21 reel büyüme başarısını göstermesine rağmen muhafazakar tarafa kalmak adına 2021-2025 yıllarında ihracatta yıllık bileşik %9,6 büyüme dikkate alınmıştır. Şirket'in 2022/03 döneminde gerçekleşen yurt içi ve yurt dışı satış miktarları 2022 yılı beklentilerini desteklemektedir. Mevsimsel olarak ilk çeyrek Şirket'in en kötü performe ettiği dönem olarak öne çıkmaktadır.

Makro Beklentiler	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Ort. €/TL	TL	6,4	8,0	10,5	16,8	19,5	22,8	25,5
€ inflation	%	1,2%	0,3%	5,0%	7,0%	2,0%	2,0%	2,0%
TÜFE	%	11,8%	14,6%	36,1%	71,2%	27,0%	16,3%	13,9%
ÜFE	%	7,4%	25,1%	79,9%	96,6%	42,3%	25,5%	19,4%
TÜFE-ÜFE Farkı	%	-4,5%	10,5%	43,8%	25,4%	15,3%	9,2%	5,5%
GSYH Büyümesi	%	0,9%	1,8%	11,0%	3,3%	4,0%	5,0%	5,0%
Ort. \$/TL	TL	5,7	7,0	8,9	15,8	19,1	21,8	24,8
Pazar	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Yurtiçi Pazar Büyüklüğü	k ton	777	841	910	984	1.065	1.152	1.247
Yurtiçi Pazar Reel Büyüme	%		8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Barem Pazar Payı	%	4,9%	5,1%	4,9%	4,6%	4,5%	4,4%	4,2%
Ihracat Pazar Hacmi	k ton	260	315	344	377	413	452	495
Ihracat Reel Büyüme	%		20,9%	9,5%	10%	10%	10%	10%
Barem İhracat Pazar Payı	%	2,5%	3,2%	2,7%	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%

Satış Hacmi	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam Satış Hacmi	k ton	44,8	53,1	53,9	53,4	56,9	60,8	64,9
Yurtiçi	k ton	38,3	43,1	44,5	44,3	46,6	48,9	51,3
Yurtdışı	k ton	6,4	10,0	9,4	9,0	10,4	11,9	13,6
<i>Ihracat Payı</i>	%	14%	19%	17%	17%	18%	20%	21%
Satış Büyümesi	%	2,8%	18,7%	1,5%	-1,0%	6,7%	6,7%	6,8%
Yurtiçi	%	-1,9%	12,4%	3,3%	-0,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Yurtdışı	%	43,2%	56,0%	-6,1%	-4,0%	15,0%	14,5%	14,0%

Satış Hacmi	Birim	2022-03	2019-2021 YBBO	2021-2025 YBBO
Toplam Satış Hacmi	k ton	12,9	9,8%	4,7%
Yurtiçi	k ton	10,7	7,8%	3,6%
Yurtdışı	k ton	2,3	21,0%	9,6%

İNA Varsayımları

2021 yılında ortalama 10,5 TL olan Euro/TL kurunun 2022 yılında 16,8 TL seviyesinde dengeleneceği varsayılmaktadır. Bu durum miktarsal büyümeye ek olarak Euro'daki dramatik artışla gelirlerin önemli oranda yükseleceğine işaret etmektedir.

2021-2025 arasında geçmişe nazaran daha enflasyonist bir ortam beklenmesine rağmen yıllık bileşik fiyat artışları geçmişin altında alınmıştır

Diğer gelirler satış payı 2021'de %8 olmasına rağmen projeksiyonda %6,4 olarak alınmıştır

Projeksiyonda yıllık net satış büyüme hızının geçmişin altında kalacağı varsayılırken mevsimsellik dikkate alındığında 2022 ilk çeyrek net satış ve brüt karı 2022 beklentilerini doğrular niteliktedir.

2022'de fiyat artışları devam etmekte. 2019-2021 döneminde fiyat artışları çok daha keskin olmuştur. Yönetim'e göre Çin kaynaklı arz sıkıntısının baş göstermesi, konteyner sıkıntısı nedeniyle emtialara ulaşımın zorlaşması, AB'de kapasitelerin azalması ve yükselen talep nedeniyle hammaddenin döviz bazlı fiyatında 2021'de önemli yükselişler yaşanmıştır. Benzer durumun 2022'de de süreceği beklenmekte olup 2022 Mart itibarıyla fiyatların geçen seneye göre dramatik bir şekilde yükselmesi bu durumu doğrulamaktadır. Bununla birlikte hammaddenin döviz kurlarından etkilendiği dikkate alınır 2022 yılında ortalama Euro/TL kurunun 2021'e göre %60 artacağı beklentisi TL bazlı fiyatlarda çok daha keskin bir artış beraberinde getirmektedir. Mart 2022 itibarıyla hammadde fiyatlarındaki artışa paralel Şirket ürünlerinde önemli yükselişler yaşanmıştır. Mart 2022 itibarıyla yurt içi ve yurt dışında ton başı fiyatların 2021 sonuna göre dramatik yükseliş göstermesine karşın bu etkinin yurt içi ve küresel bazda süren enflasyonist ortam nedeniyle yılın kalanında devam edeceği Yönetim tarafında öngörülmektedir. Bununla birlikte muhafazakar tarafta kalmak adına 2022'de ortalama yurt içi ve yurt dışı ton başı fiyatların 2022'nin ilk çeyreğindeki ortalama seviyesinin %2 altında kalacağı ve yılın kalan 9 ayında yükselmeyerek kısmen gerileyeceği varsayılmıştır. 2023-2025 döneminde ise birim fiyatların yurt içinde beklenen ÜFE oranı kadar yükseleceği modellenmiştir. Buna göre 2022'de yurt içi ve yurt dışında birim fiyatların sırasıyla %103,1 ve %98,5 oranında artacağı varsayılmaktadır. Şirket'in ara üretici olması sebebiyle 2022 Haziran itibarıyla ÜFE'nin %138 seviyesinde olması da bu durumu destekler niteliktedir. Yılın ilk çeyreği itibarıyla söz konusu artışlar gerçekleşmiş durumdadır. 2019-2021 döneminde birim fiyatların yurt içi ve yurt dışı paçallanmış şekilde yıllık bileşik %43,3 arttığı görülmektedir. 2021-2025 arasında ise yurt içi ve yurt dışında geçmişe nazaran çok daha keskin enflasyonist bir ortam beklenmesine rağmen paçallanmış birim fiyatın yıllık bileşik %44,0 artacağı varsayılmaktadır.

Diğer gelirler ve iade/iskonto oranı. Ürün grubuna ek olarak Şirket, hurda kağıt-karton, alüminyum baskı, palet satışları ve tedarikçi başarı primleri ile her yıl önemli oranda diğer gelir elde etmektedir. 2019, 2020 ve 2021'de elde edilen diğer gelirlerin satış payı sırasıyla %5,4, %6,9 ve %8,0 olarak gerçekleşmiştir. Başarı primi yılsonu ödendiği ve yıl içinde tahakkuk gerçekleşmediği için ara dönemlerde bu oran gerileyebilmektedir. 2022/03 itibarıyla diğer gelirlerin yurt içi ve yurt dışı toplam gelirlere oranı %5,4 olarak gerçekleşmiştir. Ara dönemi ilgili oranı tahmin etmede dikkate almak makul olmasa da projeksiyonda muhafazakar bir tarafta durmak adına 2019, 2020, 2021 ve 2022/03 döneminin ortalama oranı olan %6,4 kadar diğer gelir elde edileceği varsayılmıştır. 2022/03 dönemi dikkate alınmasaydı söz konusu oran %6,8 olarak modele entegre edilmiş olacaktı. 2019-2021 döneminde satışlardan iade/iskonto/ertelenmiş faiz geliri etkisinin ortalama brüt satışların %1,9'u olduğu görülürken 2022/03'te ilgili oran %2,4 olarak gerçekleşmiştir. Muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyonda son 3 yılın ortalaması yerine 2021 ve 2022/03 döneminin ortalama oranı olan %2,1 iade/iskonto oranı için dikkate alınmıştır. Buna göre 2022 yılında %97'lik büyüme ile net satışların 1.518 mn TL'ye ulaşması beklenirken 2023 ve sonrası büyümenin dengelenmeye başlayacağı ve 2025 yılında 3.929 mn TL'ye ulaşacağı modellenmiştir. İlgili dönemde ihracatın payının %19,3'e yükseleceği öngörülmektedir. Brüt satışlar 2019-2021 döneminde yıllık bileşik %59,2 büyüme gerçekleştirmesine ve gelecekte çok daha enflasyonist bir ortam beklenmesine rağmen 2021-2025 arasında yıllık bileşik %50,3 satış büyümesi varsayılmıştır. Mevsimsel etkiyi gösteren tablodan anlaşılacağı üzere Şirket son 4 yılda ortalama net satışlar ve brüt karının sırasıyla %21,4 ve %16,4'ünü yılın ilk çeyreğinde üretmektedir. Her bir çeyrekte artan brüt kar marjı ve net satış son 4 yılda dikkat çekmektedir. İlgili mevsimselliğe göre tahmin edilen 2022 net satış ve EBITDA tutarları muhafazakar bir tarafta kalmaktadır. Ayrıca Şirket 2022 EBITDA'sı için SPK'ya taahhüt vermiştir.

Birim Fiyatlar	Birim	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Ortalama Birim Fiyat	kTL/ton	6,6	7,4	13,5	27,3	38,8	48,7	58,1
Yurtiçi	kTL/ton	6,4	7,2	13,5	27,4	39,0	48,9	58,3
Yurtdışı	kTL/ton	7,4	8,3	13,5	26,9	38,3	48,0	57,3
Genel Fiyat Değişimi	%	10,9%	12,4%	82,6%	102,3%	42,2%	25,4%	19,3%
Yurtiçi	%	9,3%	11,6%	87,9%	103,1%	42,3%	25,5%	19,4%
Yurtdışı	%	39,6%	12,1%	62,7%	98,5%	42,3%	25,5%	19,4%

Birim Fiyatlar	Birim	2022-03	2019-2021 YBBO	2021-2025 YBBO
Ortalama Birim Fiyat	kTL/ton	27,9	43,3%	44,0%
Yurtiçi	kTL/ton	27,9	44,8%	44,2%
Yurtdışı	kTL/ton	27,4	35,1%	43,4%

Kaynak: Info Yatırım & Şirket Tahminleri

Satış Büyümesi	Birim	2019	2020	2022-03	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam Brüt Satışlar	mn TL	310	420	379	786	1.551	2.353	3.150	4.014
Yurtiçi	mn TL	247	309	298	600	1.214	1.814	2.389	2.995
Yurtdışı	mn TL	48	83	62	127	243	397	571	776
Diğer	mn TL	15,9	27,2	19,6	58,1	93,8	142,4	190,6	242,8
İade/İskonto/Ert. Faiz Gel.	mn TL	(6,1)	(7,8)	(9,0)	(14,7)	(32,9)	(49,9)	(66,8)	(85,1)
İade/İskonto/Ert. Faiz Gel./Brüt Satış	%	-2,0%	-1,9%	-2,4%	-1,9%	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-2,1%
Net Satışlar	mn TL	304	412	370	771	1.518	2.303	3.083	3.929
Değişim	%		35,5%		87,1%	96,8%	51,7%	33,9%	27,4%
Satış Kırılımı									
Yurtiçi	%	79,5%	73,7%	78,5%	76,4%	78,3%	77,1%	75,8%	74,6%
Yurtdışı	%	15,4%	19,8%	16,4%	16,2%	15,7%	16,9%	18,1%	19,3%
Diğer	%	5,4%	6,9%	5,4%	8,0%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Satış Büyümesi	%		35,4%		87,1%	97,4%	51,7%	33,9%	27,4%
Yurtiçi	%		25,4%		94,1%	102,2%	49,4%	31,7%	25,3%
Yurtdışı	%		74,9%		52,8%	90,6%	63,6%	43,6%	36,1%
Diğer	%		71,4%		113,1%	61,6%	51,7%	33,9%	27,4%

Satış Büyümesi	Birim	2022-03	2019-2021 YBBO	2021-2025 YBBO
Toplam Brüt Satışlar	mn TL	379	59,2%	50,3%
Yurtiçi	mn TL	298	56,0%	49,4%
Yurtdışı	mn TL	62	63,5%	57,1%
Diğer	mn TL	19,6	91,1%	43,0%

Kaynak: Info Yatırım & Şirket Tahminleri

Mevsimsellik	BDR			VJK		Ortalama
	2022	2021	2020	2019	2018	
Hasılat						
1. Çeyrek	370.487.805	141.594.146	88.047.151	76.141.457	56.839.270	
2. Çeyrek		157.350.644	94.948.556	70.870.224	55.142.865	
3. Çeyrek		170.112.429	95.356.866	73.968.701	65.803.441	
4. Çeyrek		302.035.074	133.778.348	84.511.816	91.835.432	
Toplam	370.487.805	771.092.293	412.130.921	305.492.198	269.621.008	

İlk Çeyrek Geliri/Toplam Gelir	18,4%	21,4%	24,9%	21,1%	21,4%
---------------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

SMM	2022	2021	2020	2019	2018
1. Çeyrek	257.469.724	113.143.684	72.214.373	61.866.085	50.862.116
2. Çeyrek		119.933.496	73.555.248	59.532.034	44.482.851
3. Çeyrek		135.221.039	73.226.911	58.585.618	54.834.255
4. Çeyrek		198.515.152	103.883.191	63.721.389	63.523.823
Toplam	566.813.371	322.879.723	322.879.723	243.705.126	213.703.045

Brüt Kar	2022	2021	2020	2019	2018
1. Çeyrek	113.018.081	28.450.462	15.832.778	14.275.372	5.977.154
2. Çeyrek		37.417.148	21.393.308	11.338.190	10.660.014
3. Çeyrek		34.891.390	22.129.955	15.383.083	10.969.186
4. Çeyrek		103.519.922	29.895.157	20.790.427	28.311.609
Toplam	204.278.922	89.251.198	89.251.198	61.787.072	55.917.963

İlk Çeyrek Brüt Kar/Toplam Brüt Kar	13,9%	17,7%	23,1%	10,7%	16,4%
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Brüt Kar Marjı	2022	2021	2020	2019	2018
1. Çeyrek	30,5%	20,1%	18,0%	18,7%	10,5%
2. Çeyrek		23,8%	22,5%	16,0%	19,3%
3. Çeyrek		20,5%	23,2%	20,8%	16,7%
4. Çeyrek		34,3%	22,3%	24,6%	30,8%
Toplam	26,5%	21,7%	21,7%	20,2%	20,7%

Kaynak: Şirket

İNA Varsayımları

En büyük maliyet kalemi karton ve esmer kağıt hammaddeleri

Yükselen net satışlar ölçek ekonomisi ile brüt kar marjını artırmakta

Çatı GES yatırımı ile enerji maliyetlerinde ortalamada %16,3'lük tasarruf planlanmakta

2022/03'te %30,5 olan brüt kar marjının 2022 yılını %26,8'de kapatacağı varsayılmaktadır.

Hammadde maliyetlerinde artış devam ediyor. Maliyetlerde en büyük kalemler esmer kağıt ve karton hammaddesidir. Şirket, son 3 yılda ortalamada satılan ton başına %55 oranında esmer kağıt tonajına ihtiyaç duymuştur. 2022/03 itibarıyla ilgili oran %51 olarak gerçekleşirken esmer kağıt kullanımındaki azalış cari dönemde talep edilen ürün mixi ile ilişkilendirilmektedir. Muhafazakar tarafta kalınarak %55'lik oranın gelecekte korunacağı varsayılmış; tüketilmesi gereken esmer kağıt tonajı gelecek yıllardaki satış tonajlarından tahmin edilmiştir. Esmer kağıt birim maliyetlerinin 2022 yılının ilk çeyreğindeki artışa paralel 2022 yılının tamamında %106 oranında artacağı, sonraki yıllarda ise beklenen ÜFE kadar yükseleceği varsayılmış ve esmer kağıt hammadde maliyeti tespit edilmiştir. Şirket'in diğer hammaddesi ise kartondur. Geçmiş 3 yılda satılan ürün miktarına düşen birim karton maliyeti tespit edilmiş ve birim maliyetlerin geçmişteki seyri Yönetim ile tartışılmıştır. Yönetim karton hammaddesinde birim fiyatların 2022 yılının tamamında cari yılın ilk çeyreğindeki artışa paralel %95 artacağını öngörürken sonraki yıllarda beklenen ÜFE kadar artış olacağı varsayılmıştır. Hem karton hem de esmer kağıtta 2022 yılında beklenen artışlar 2021 yılının devamı olarak görülmekte ve hammadde fiyatlarında pandemi ve arz kaynaklı sıkıntılarının görece devam edeceği tahmin edilmektedir. Yönetim, 2022 yılı için satılan ürünlerin birim fiyatlarında olduğu gibi esmer kağıt ve karton hammaddesinde de 2022 yılının ilk çeyreğindeki ortalama artışların geçerli olacağını ve tüm yılın ilk çeyrek ortalama fiyatları ile kapatılacağını öngörmektedir.

Diğer üretim maliyetleri. İşçilik maliyetlerinin satışa oranı son 3 yılda sırasıyla %7,4, %7,5 ve %5,6 olarak gerçekleşmiştir. 2022/03 döneminde ise ilgili oran %4,3'e gerilemiştir. Şirket gelirlerinin hızla büyüdüğü dönemde mavi yakalı personel sayısı satışa sunulan ürün tonaj artışı kadar yükselmektedir. Ölçek ekonomisine ek olarak Yönetim'e göre 2020 yılında tesislerde yapılan modernizasyon ve Karaman-Lzmir fabrikada son teknoloji makinelerin devreye alınması işçi başı üretimi artırmış, hata oranını düşürmüştü ve fire oranlarını aşağı çekmiştir. Mavi yakalı personel sayısının 2021 yılında gerilemesi bu durumu destekler niteliktedir. Projeksiyonda 2021 yılındaki %5,6'lık işçilik satış payının gelecek yıllarda korunacağı varsayılarak 2022/03 dönemindeki %4,3'lük oranın üzerinde muhafazakar bir tahminde bulunulmuştur. Artan satış gelirlerinin doğal bir sonucu olan ölçek ekonomisi nedeniyle satışların maliyetinde yer alan bakım onarım, diğer genel üretim, ticari mal ve enerji giderlerinin satış payı son 3 yılda trend halinde gerilemiştir. İlgili kalemlerin satış payının 2022/03'te 2021 seviyesinin de altına gerilediği dikkat çekerken muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyon döneminde ilgili giderler için 2021 yılı satış payının geçerli olacağı varsayılmıştır. Ayrıca Şirket, her 3 fabrika için çatı GES yatırımı 2022 Nisan itibarıyla tamamlamıştır. Karaman fabrikadaki gecikmenin etkisiyle çatı GES'lerin 2022 yılında ortalamada 8 aylık bir etkisinin olacağı; sonraki yıllarda ise tam yıl etkisiyle enerji maliyetlerinde ortalamada %16 tasarruf sağlayacağı varsayılmıştır. Şirket'in brüt maddi duran varlıkları, birikmiş amortismanları ve varlıkların yaş skalası dikkate alınarak mevcut varlıkların amortismanları hesaplanmıştır. Yıllara sari yapılacak yeni yatırımlar için ise ortalama amortisman süresinin 9 yıl olacağı varsayılmıştır. Geçmiş yıllardaki amortisman kırılımına bakılarak tahmin edilen amortismanların %96'sının satışların maliyetine, %1'inin pazarlama giderlerine ve %3'lük bakiyenin de genel yönetim giderine kaydedileceği tahmin edilmiştir. 2022 yılındaki yüksek yatırım nedeniyle amortismanlarda önemli bir artış beklenirken sonraki yıllarda bakım yatırımlarının etkisiyle sınırlı seviyede bir trend öngörülmektedir.

Brüt kar marjındaki yükseliş trendi dikkat çekiyor. Şirket, ölçek ekonomisi, modernizasyon yatırımları, yüksek stoklama kaynaklı maliyet tasarrufları ve yüksek seyreden ürün fiyatlarının (%138 ÜFE) sabit giderlere aynı oranda yansıtılmamasının doğal bir sonucu olarak son 3 yılda brüt kar marjında önemli bir büyüme sergilemiştir. 2022/03 itibarıyla brüt kar marjı %30,5 olarak gerçekleşmesine ve brüt kar marjının geçmiş yıllardaki mevsimselliğe göre sonraki çeyreklerde daha hızlı artmasına rağmen projeksiyonda muhafazakar tarafta kalmak adına 2022'de brüt kar marjının %26,8 olarak kaydedileceği varsayılmıştır. 2022-2025 döneminde ise brüt marjın artan ölçek ekonomisi, ürün profilinde katma değeri yüksek ihracat ürünlerinin payının artması ve çatı GES'lerin etkisi ile daha da artması makul bulunmasına rağmen marjda kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır.

SMM	Birim	2019	2020	2022-03	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Satılan Malın Maliyeti	mn TL	(246,3)	(322,9)	(257,5)	(567)	(1.110,5)	(1.678,5)	(2.246,5)	(2.863,1)
Hammadde	mn TL	(184,7)	(258,8)	(223,5)	(477,8)	-945,2	-1.434,6	-1.920,9	-2.448,2
Fluting + testliner	mn TL	(50,8)	(66,0)	(74,9)	(160,1)	-331,6	-503,3	-673,9	-858,9
Diğer	mn TL	(134,0)	(192,8)	(148,6)	(317,7)	-613,6	-931,3	-1.247,0	-1.589,3
İşçilik Maliyetleri	mn TL	(23,1)	(31,4)	(16,5)	(43,9)	-86,7	-131,5	-176,1	-224,4
Enerji Maliyeti	mn TL	(6,5)	(7,8)	(6,9)	(12,1)	-23,8	-36,1	-48,4	-61,6
Amortisman	mn TL	(4,8)	(6,7)	(4,9)	(13,2)	-19,5	-23,6	-29,4	-36,3
Bakım Onarım Giderleri	mn TL	(6,7)	(6,7)	(3,8)	(10,7)	-21,2	-32,1	-43,0	-54,8
Diğer Genel Üretim Giderleri	mn TL	(17,6)	(10,5)	(3,4)	(10,0)	-19,7	-29,9	-40,0	-51,0
Ticari Mal Maliyeti	mn TL	(3,2)	(1,8)	(0,1)	(0,6)	-1,2	-1,7	-2,3	-3,0
Satılan Fluting + Testliner Maliyeti	mn TL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertelenmiş Faiz Gideri	mn TL	0,3	0,7	1,4	1,4	2,8	4,3	5,7	7,3
Güneş Enerjisi Sistem Tasarufu	mn TL	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	6,7	7,8	8,8
Hammadde Maliyeti /Ton	kTL/ton	(4,1)	(4,9)	(17,3)	(8,9)	(17,7)	(25,2)	(31,6)	(37,7)
Hammadde Maliyeti / Brüt Satış	%	-60%	-62%	-58,9%	-61%	-61,0%	-61,0%	-61,0%	-61,0%
Üretimde Tüketilen Fluting + Testliner Hacmi	k tons	24,8	29,3	6,6	29,1	29,3	31,2	33,3	35,6
Fluting + Testliner Hacmi / Satış Miktarı	%	55%	55%	51%	54%	55%	55%	55%	55%
Tedarik Fluting +Testliner Fiyatı	kTL/ton	(2,0)	(2,3)	(11,3)	(5,5)	(11,3)	(16,1)	(20,2)	(24,1)
Fluting + testliner Maliyet / Brüt Satış	%	-16%	-16%	-20%	-20%	-21%	-21%	-21%	-21%
Diğer Hammadde Maliyeti / Satış Miktarı		(3,0)	(3,6)	(11,5)	(5,9)	(11,5)	(16,4)	(20,5)	(24,5)
Değişim	%		21%		62%	95%	42%	25%	19%
Bakım Onarım/Satış	%	-2,1%	-1,6%	-1,0%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Diğer Genel Üretim/Satış	%	-5,7%	-2,5%	-0,9%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
Ticari Mal Maliyeti/Satış	%	-1,0%	-0,4%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ertelenmiş Faiz Gideri/Satış	%	0,1%	0,2%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
İşçilik/Satış	%	-7,4%	-7,5%	-4,3%	-5,6%	-5,6%	-5,6%	-5,6%	-5,6%
Enerji Maliyeti/Satış	%	-2,1%	-1,8%	-1,8%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%

Kaynak: Info Yatırım & Şirket Tahminleri

İNA Varsayımları

2022 yılı için kurumlar vergisi %23 alınırken sonraki yıllarda vergi oranı %20 olarak belirlenmiştir.

2019-2021 döneminde %15,1'den %23,3'e yükselen EBITDA marjı 2022/03'te %27,9 olarak kaydedilmiştir.

EBITDA marjının 2022'de %22,9 seviyesinde dengeleneceği varsayılırken 2023-2025 döneminde %23,3-%23,5 banında hareket ederek 2022/03 verisinin altında bir seyir izleyeceği modellenmiştir.

2022'de Yönetim 348,3 mn TL EBITDA için taahhüt vermiştir.

Çatı GES yatırımı tamamlandı. Şirket, 2019, 2020 ve 2021'de sırasıyla 23,9 mn TL, 54,7 mn TL ve 15,8 mn TL yatırım gerçekleştirmiştir. 2022 yılının ilk çeyreğinde ise çatı GES ve kesim makinesi yatırım tutarı 56,2 mn TL olarak meydana gelmiştir. Şirket 2022 yılının kalanında herhangi bir yatırım öngörmemektedir. 2023-2025 yıllarında mevcut kapasiteyi koruma amaçlı 2021-2022 ortalama yatırım/satış oranı olan %1,8'in geçerli olacağı varsayılmaktadır. Şirket'in filli üretim kapasitesi 100 bin ton olup, 2022'de KKO'nun %53 seviyesinde gerçekleşeceği beklenirken 2025 yılında KKO %65'e yükselecektir. Toplamda 3,6 MW olan çatı GES'lerin ise projeksiyon döneminde %14 KKO ile çalışacağı varsayılmaktadır. Şirket entegre bir üretim tesisi haline gelmek için esmer kağıt hammaddesini üretmek için yatırım planlamaktadır. Bu kapsamda ileriye dönük olarak yapılabilecek kağıt fabrikası yatırımı için 2021 yılında Konya Ereğli OSB'de 100.000 m² arsa tahsisi yapılmıştır. Söz konusu yatırımın detayına ilişkin Yönetim'den tarafımıza detaylı bir fizibilite paylaşılmadığı için ilgili yatırım modele entegre edilmemiştir. Ancak Şirket, izahnamede de belirttiği üzere hammadde üretimi için yatırım fırsatlarını değerlendirmektedir.

EBITDA gelişimi. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca herhangi bir vergi teşvikine sahip olmayacağı ve projeksiyon döneminde beklenen vergi oranının AOSM için de geçerli olacağı varsayılmıştır. Tüm bu parametreler sonrası 2022 yılında 348,3 mn TL EBITDA beklenirken, 2021-2025 döneminde EBITDA'da yıllık bileşik büyüme oranının %50,5 olacağı Yönetim tarafından öngörülmektedir. 2019-2021 döneminde ise EBITDA'da yıllık bileşik büyüme oranı %98,1 olarak gerçekleşmiştir. Geçmişe nazaran gelecekte yurt içi ve küresel ekonomide daha enflasyonist bir ortam beklenmesine rağmen EBITDA büyümesi için beklenen oran geçmiş ortalamanın yarısı seviyesinde alınmış ve muhafazakar tarafta kalınmıştır. 2022/03 itibarıyla EBITDA kaleminde %318,6'lık büyüme ile 103,4 mn TL seviyesine ulaşılmıştır. 2022/03 itibarıyla son 4 çeyrekte ulaşılan EBITDA kalemi ise 259 mn TL seviyesindedir. Yönetim 2022 EBITDA tahmini için SPK'ya taahhütte bulunmuştur. Mevsimsel olarak Şirket'in EBITDA kaleminin önemli bir kısmının yılın kalan 3 çeyreğinde ürettiği ve ilk çeyrek verisinin en kötü dönem olarak ortaya çıktığı dikkate alınırsa 2022 beklentisinin muhafazakar tarafta kaldığı düşünülmektedir.

Kapasite & KKO	Birim	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Filli Üretim Kapasitesi	Bin Ton	100	100	100	100	100
Satış Hacmi	Bin Ton	53,9	53,4	56,9	60,8	64,9
KKO	%	54%	53%	57%	61%	65%
Solar Enerji Sistem Kapasitesi	mWh		31.500	31.500	31.500	31.500
Solar Enerji Sistem Üretimi	mWh		4.310	4.310	4.310	4.310
GES KKO	%		14%	14%	14%	14%

Yatırım	Birim	2021	2022T	2023T	2024T	2025T
Toplam Yatırım	mn TL	15,8	56,2	41,9	56,0	71,4
Kapasiteyi Koruma Yatırımı	mn TL	15,8	24,1	41,9	56,0	71,4
Kapasiteyi Koruma Yatırımı/Satış	%	2,0%	1,6%	1,8%	1,8%	1,8%
Çatı GES Yatırımı	mn TL		32,1			

Gelir Tablosu	Birim	2019	2020	2022-03	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2019-2021 YBBO	2021-2025 YBBO
Net Satış	mn TL	304	412	370	771	1.518	2.303	3.083	3.929	59,2%	50,2%
Değişim	%		35,5%		87,1%	96,8%	51,7%	33,9%	27,4%		
SMM	mn TL	(246)	(323)	(257)	(567)	(1.110)	(1.679)	(2.247)	(2.863)	51,7%	49,9%
Brüt Kar	mn TL	57,8	89,3	113,0	204,3	407,4	624,7	836,7	1065,6	88,0%	51,1%
Brüt Marj	%	19,0%	21,7%	30,5%	26,5%	26,8%	27,1%	27,1%	27,1%		
Faaliyet Giderleri	mn TL	(19,5)	(27,7)	(14,6)	(39,4)	(79,3)	(112,1)	(144,8)	(179,9)	42,0%	46,2%
Faaliyet Gid./Satış	%	-6,4%	-6,7%	-4,0%	-5,1%	-5,2%	-4,9%	-4,7%	-4,6%		
Amortisman	mn TL	(7,5)	(10,9)	(5,0)	(14,9)	(20,3)	(24,5)	(30,7)	(37,8)		
EBITDA	mn TL	45,8	72,4	103,4	179,8	348,3	537,1	722,6	924	98,1%	50,5%
EBITDA Margin	%	15,1%	17,6%	27,9%	23,3%	22,9%	23,3%	23,4%	23,5%		
Değişim			58,1%		148,3%	93,7%	54,2%	34,5%	27,8%		

Kaynak: Info Yatırım & Şirket Tahminleri

Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
2.458 TL piyasa değerine işaret
etmekte**

20 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. 2021 yılının son çeyreğinde önemli oranda artan kurun 2022 yılında oluşturacağı baz etkisi ile Şirket'in 2022 yılında gerçekleştireceği GES yatırımının etkisini değerinde gösterebilmek adına Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurt dışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 16 Mayıs 2022 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurt dışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. 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. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2022/03-4Ç çarpanına %25, EV/EBITDA 22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına ise %50 ağırlık verilerek yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanmıştır. Söz konusu ağırlıklandırmaya göre Yurtdışı çarpanlardan piyasa değeri 2.458 m TL olarak tespit edilmiştir.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Youichon Chemical	Güney Kore	Youichon Chemical Co., Ltd., tüketici ürünleri etiketleme ve paketlenme uygulamalarında kullanılmak üzere tek ve çok katmanlı oluklu mukavalar gibi ambalaj malzemeleri geliştirmekte ve üretmektedir.
Starlite Holdings	Hongkong	Starlite Holdings Limited ambalaj malzemeleri, etiketler, kağıt ürünler, çevre dostu ürünler ve lisanslı ürünler basar ve üretir.
Jia Yao	Hongkong	Jia Yao Holdings Limited, kağıt ambalaj malzemeleri üretmektedir. Şirket, kağıt sigara paketleri, sigara kutuları, sosyal ürünler kağıt paketleri, kağıt poşetler ve diğer ürünlerin üretimini yapmaktadır.
Chuo Pack	Japonya	Chuo Pack Sanayi oluklu mukawa kutu imalatı ve satışı yapmaktadır.
Hankuk Package	Güney Kore	Hankuk Package Co., Ltd., gıda ambalaj ürünleri tasarlar, üretir ve pazarlar. Şirket, süt ürünleri için karton ambalajlar üretmektedir.
Samryoung	Güney Kore	Samryoung Co., Ltd., öncelikle içecek endüstrisi için kağıt ambalaj ürünleri tasarlar, üretir ve pazarlar. Şirket ayrıca çeşitli ürünlerin ambalajlanmasında kullanılan torba, kutu gibi kağıt kaplar da üretmektedir.
Okayama Paper Industries	Japonya	Okayama Paper Industries Co., Ltd. kraft karton ve kapıamalı karton üretmektedir. Şirket, oluklu malzemelerin içinde ve üzerine kağıt, film ve diğer malzemelerin sarıldığı tüpler olarak kullanılmak üzere karton üretmektedir.
Shanying Intl.	Çin	Shanying International Holdings Co., Ltd. karton ambalaj malzemeleri üretmektedir. Şirket ağırlıklı olarak ambalaj kağıtları, yüksek kaliteli ambalaj kartonları ve diğer ürünleri üretir ve satar.
Xamen Hexing	Çin	Xamen Hexing Packaging Printing Co., Ltd. kağıt ambalaj ürünleri üretmektedir. Şirket oluklu mukawa, oluklu mukawa, oluklu mukawa ve diğer ürünleri üretmektedir.
Huhtamaki India	Hindistan	Huhtamaki India Limited, paketlenme çözümleri sunar. Şirket, tüketici ambalaj ve etiketleme malzemeleri üretmektedir.
Omapaper	Malezya	Omapaper Berhad bir yatırım holding şirkettir. Şirket, iştirakleri aracılığıyla oluklu mukawa ve karton kutu tasarımı, üretimi ve satışı yapmaktadır.
Shanghai Shunho	Çin	Shangay Shunho Yeni Malzemeler Technology Co. Ltd. ambalaj ürünleri üretmektedir.
Versatile Creative	Malezya	Çok Yönlü Creative Berhad bir yatırım holding şirkettir. Şirket, bağlı ortaklıklar aracılığıyla kağıt karton ambalaj ürünleri, ofset baskılı kutular ve ofset lamine kartonlar üretmekte ve ticaretini yapmaktadır.
Sriwahana Adityakarta	Endonezya	PT Sriwahana Adityakarta Tbk. ambalaj ürünleri üretmektedir. Şirket, karton kutular, kağıt tüpler ve koni ürünleri sunmaktadır.
Steniel Manufacturing	Filipinler	Steniel Manufacturing Corporation, endüstriyel ambalaj malzemeleri üretmektedir. Şirket, oluklu mukawa, kutu, kağıt ürünleri ve oluklu mukawa kutular üretmekte ve pazarlamaktadır.
Tcpl Packaging	Hindistan	TCPL Packaging Limited, öncelikle sigaralar için baskılı kartonlar üretmektedir. Şirket ayrıca likör, sabun, bıçak, çikolata ve fotoğraf filmleri gibi diğer segmentlerde de karton ve kabuk üretmektedir.
BillerudKorsnas	İsveç	BillerudKorsnas AB, tüketici ambalajları ve endüstriyel amaçlar için kullanılan birinci elyaf bazlı yenilenebilir ambalaj malzemeleri ve ambalaj çözümleri sunmaktadır.
Mayr-Meinhof	Avusturya	Mayr-Meinhof Karton AG, esas olarak geri dönüştürülmüş atık kağıttan karton, katlanır karton ve ambalaj malzemeleri üretmektedir.
Westrock	Amerika	WestRock Company oluklu ambalaj çözümleri sunmaktadır.
Holmen Ab-B	İsveç	Şirket kağıt hamur, kağıt ve karton üretmektedir. Şirket'in ana ürünleri paketlenme ve grafik uygulamaları için kartondur.

Kaynak: Bloomberg

Ulusal Araştırma Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları				16 Mayıs	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı		EBITDA	Son 12 Ay	Carı
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2019-2022/03 YBBO (%)	2019-2022/03 YBBO (%) Son 12 Ay	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Asya-Pasifik Gelişmiş Ülkeler	Youchon Chemical Co Ltd	008730 KS Equity	Güney Kore	432	16,2	1,5	230,7	1,6	M.D	3,2%	3,2%	8,2%	3,0	0,4	
	Starline Holdings Ltd	403 HK Equity	Hongkong	18	M.D	M.D	0,4	0,2	M.D	-11,4%	52,3%	M.D	(0,5)	(0,2)	
	Jia Yao Holdings Ltd	1626 HK Equity	Hongkong	73	M.D	1,0	M.D	3,1	M.D	7,1%	M.D	M.D	M.D	1,0	
	Chuoh Pack Industry Co Ltd	3952 JP Equity	Japonya	41	M.D	M.D	9,7	0,4	M.D	-2,4%	-6,6%	8,4%	(9,2)	(0,7)	
	Hankook Package Co Ltd	037230 KS Equity	Güney Kore	98	M.D	3,8	M.D	1,6	M.D	-0,3%	M.D	-0,5%	M.D	1,0	
	Samryoung Co Ltd	014970 KS Equity	Güney Kore	87	20,8	1,4	M.D	1,7	M.D	1,1%	-7,0%	6,9%	3,2	0,3	
	Okayama Paper Industries Co	3892 JP Equity	Japonya	37	M.D	M.D	7,3	0,4	M.D	1,4%	62,7%	11,2%	M.D	M.D	
	Ortalama			112	15,5	1,9	8,5	1,3	M.D	-0,2%	20,9%	6,8%	(0,9)	0,3	
	Medyan			73	19,5	1,5	8,5	1,6	M.D	1,1%	3,2%	8,2%	1,3	0,3	
	Minimum			18	18,2	1,0	0,4	0,2	M.D	-11,4%	-7,0%	-0,5%	(9,2)	(0,7)	
Maksimum			432	20,8	3,8	230,7	3,1	M.D	7,1%	62,7%	11,2%	3,2	1,0		

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2019-2022/03 YBBO (%)	2019-2022/03 YBBO (%) Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan Ülkeler	Shanying Intl Hldg Co Ltd-A	600567 CH Equity	Çin	1.901	M.D	1,2	9,7	0,7	9,2	11,7%	M.D	M.D	M.D	1,4
	Xiemen Hixing Packaging-A	002228 CH Equity	Çin	606	M.D	0,4	19,6	1,2	6,6	15,2%	M.D	M.D	M.D	0,7
	Huhtamaki India Ltd	HUIN IN Equity	Hindistan	176	18,8	0,8	M.D	1,9	7,4	M.D	M.D	M.D	3,0	0,5
	Omappaper Bhd	OPB MK Equity	Malezya	20	4,6	0,4	17,1	0,5	M.D	-3,3%	15,4%	7,9%	0,7	0,1
	Shanghai Shunho New Mater-A	002565 CH Equity	Çin	639	M.D	4,0	M.D	2,2	M.D	-8,8%	M.D	M.D	M.D	0,0
	Versatile Creative Bhd	VCB MK Equity	Malezya	31	52,7	4,2	83,6	1,8	M.D	-8,5%	M.D	8,0%	(0,1)	(0,0)
	Suwahana Adityakarta Tbk Pt	SWAT JJ Equity	Endonezya	18	9,9	2,6	27,9	0,7	M.D	6,9%	M.D	26,4%	4,8	1,0
	Steniel Manufacturing Corp	STN PM Equity	Filipinler	5	M.D	M.D	1,3	0,6	M.D	M.D	M.D	M.D	M.D	0,6
	Tecpi Packaging Ltd	TCPL IN Equity	Hindistan	87	5,5	0,8	20,1	2,3	M.D	9,1%	5,7%	13,9%	2,5	1,1
	Ortalama			387	11,4	1,8	18,9	1,3	7,7	3,2%	10,5%	14,0%	2,2	0,6
Medyan			87	9,9	1,0	19,6	1,2	7,4	6,9%	10,5%	10,9%	2,5	0,6	
Minimum			5	4,6	0,4	1,3	0,5	M.D	-8,8%	5,7%	7,9%	(0,1)	(0,0)	
Maksimum			1.901	52,7	4,2	83,6	2,3	M.D	15,2%	15,4%	26,4%	4,8	1,4	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	2019-2022/03 YBBO (%)	2019-2022/03 YBBO (%) Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Avrupa Gelişmiş Ülkeler	BillerudKorsnas Ab	BILL SS Equity	İsveç	2.904	8,1	1,4	14,4	1,3	5,5	3,5%	12,4%	17,1%	2,0	0,4
	Mayr-Meinhof Karton Ag	MMK AV Equity	Avusturya	3.375	8,8	1,2	14,3	1,8	8,5	9,9%	15,6%	14,2%	2,3	0,6
	Westrock Co	WRK US Equity	Amerika	11.802	6,6	1,0	11,6	1,0	822,6	5,0%	2,8%	15,6%	3,1	0,8
	Holmen Ab-B Shares	HOLMB SS Equity	İsveç	8.786	16,6	4,3	22,8	1,8	905,1	7,1%	20,2%	26,0%	0,5	0,1
	Ortalama			6.717	10,0	2,0	15,8	1,5	7,0	6,4%	12,8%	18,2%	2,0	0,5
Medyan			6.080	8,5	1,3	14,4	1,6	7,0	6,0%	14,0%	16,4%	1,8	0,5	
Minimum			2.904	6,6	1,0	11,6	1,0	5,5	3,5%	2,8%	14,2%	0,5	0,1	
Maksimum			11.802	16,6	4,3	22,8	1,8	905,1	9,9%	20,2%	26,0%	2,0	0,8	

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA 22T	Son Üç yıl YBBO (%)	Son Üç Yıl YBBO (%) Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Global	Ortalama			1.557	12,6	1,9	15,9	1,3	7,5	2,6%	16,1%	12,6%	1,2	47%
	Medyan			82	9,9	1,3	14,4	1,5	7,4	3,4%	12,4%	11,2%	2,3	46%
	Minimum			5	4,6	0,4	0,4	0,2	5,5	-11,4%	-7,0%	-0,5%	-9,2	-68%
	Maksimum			11.802	52,7	4,3	230,7	3,1	905,1	15,2%	62,7%	26,4%	4,8	136%
	Barem Ambala			2.458	9,9	2,7	14,4	6,1	7,4	69,7%	115,8%	25,9%	1,1	0,7

Kaynak: Bloomberg

Grafik 5: Yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanı yurtdışı şirket çarpanlarına yakın işlem görmektedir...

Yurtiçi & Yurtdışı EV/EBITDA Makası



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Piyasa Çarpanları BİST Kağıt-Basım

**BİST Kağıt, Basım endeksi ile
1.640 mn TL piyasa değerine
ulaşmıştır**

BİST Kağıt, Basım. Barem Ambalaj, faaliyet alanı anlamında BİST Kağıt, Basım grubunda yer alan şirketler ile benzeşmektedir. Bu nedenle BİST Kağıt, Basım grubundaki şirketlerin çarpanları değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. 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. BİST Kağıt, Basım grubundaki şirket çarpanlarından gelen değer tespit edilirken F/K çarpanına %50 EV/EBITDA çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

BİST Kağıt, Basım Endeksi						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/03	2022/03	2022/03	
BİST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2022/03	EV/ Satışlar 2022/03	F/K 2022/03	PD/DD 2022/03	2019-2022/03 YBBO(%)	2019-2022/03 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
DOBUR	Doğan Burda	918	(1.040,3)	9,5	126,0	37,7	2,6%	A.D	-0,9%	34,22	(1,20)
IHGZT	İhlas Gazetecilik	528	(28,9)	1,9	4,1	0,5	15,3%	A.D	-6,5%	5,43	(0,08)
OLMK	Mondi Olmuksan Kağıt Ve Amba	2.785	6,5	1,1	7,6	3,6	49,4%	A.D	16,7%	0,96	0,62
TIRE	Mondi Tire Kütan	3.864	6,5	1,3	7,7	4,5	58,1%	164,0%	20,2%	0,90	0,73
KONKA	Konya Kağıt	2.972	8,4	2,5	5,7	2,2	42,4%	96,0%	29,3%	(0,52)	(0,13)
KAPLM	Kaplamin	1.300	13,5	2,0	19,5	10,2	59,0%	88,6%	15,2%	0,35	0,27
KARTN	Kartonsan	4.729	6,5	1,9	7,7	4,0	46,8%	88,2%	29,9%	(0,91)	(0,49)
ALKA	Alkim Kağıt	1.927	7,0	1,7	7,5	5,4	34,4%	56,5%	24,0%	(1,55)	(0,98)
DURDO	Duran Doğan Basım	741	7,9	1,5	22,2	7,2	45,8%	52,4%	19,4%	2,40	3,17
PRZMA	Prizma Press Matbaacılık	81	29,7	3,3	(36,6)	1,6	80,5%	46,6%	11,3%	4,43	0,27
BAKAB	Bak Ambalaj	906	9,4	0,9	9,7	2,6	38,0%	38,3%	10,0%	1,41	0,45
SAMAT	Saray Matbaacılık	299	28,4	4,5	(84,3)	10,6	-21,5%	37,3%	15,9%	1,21	0,47
HURGZ	Hürriyet Gzt.	1.095	(8,7)	3,0	163,0	1,3	-0,9%	25,9%	-34,3%	(0,25)	0,04
TEZOL	Europap Tezol Kağıt	1.650	9,0	1,5	5,3	2,3	19,7%	-2,9%	16,2%	(0,43)	(0,10)
VKING	Viking Kağıt	230	44,4	1,3	(1,8)	(34,4)	23,2%	-33,5%	2,9%	25,59	(46,71)
Ortalama		1.602	12,1	2,0	10,3	2,5	32,9%	54,8%	11,3%	4,9	-2,9
Medyan		1.095	8,4	1,8	7,7	2,3	38,0%	48,5%	15,9%	1,0	0,0
Minimum		81	(1.040,3)	0,9	(84,3)	(34,4)	-21,5%	-33,5%	-34,3%	-1,6	-46,7
Maksimum		4.729	44,4	9,5	163,0	37,7	80,5%	164,0%	29,9%	34,2	3,2
Barem Ambalaj		1.640	3,4	1,9	7,7	4,1	69,7%	115,8%	25,9%	1,1	0,7

Kaynak: Finnet

Çarpan Değerlemesi

**Çarpan değerlemesine nihai
değerde %50 ağırlık verilmiştir**

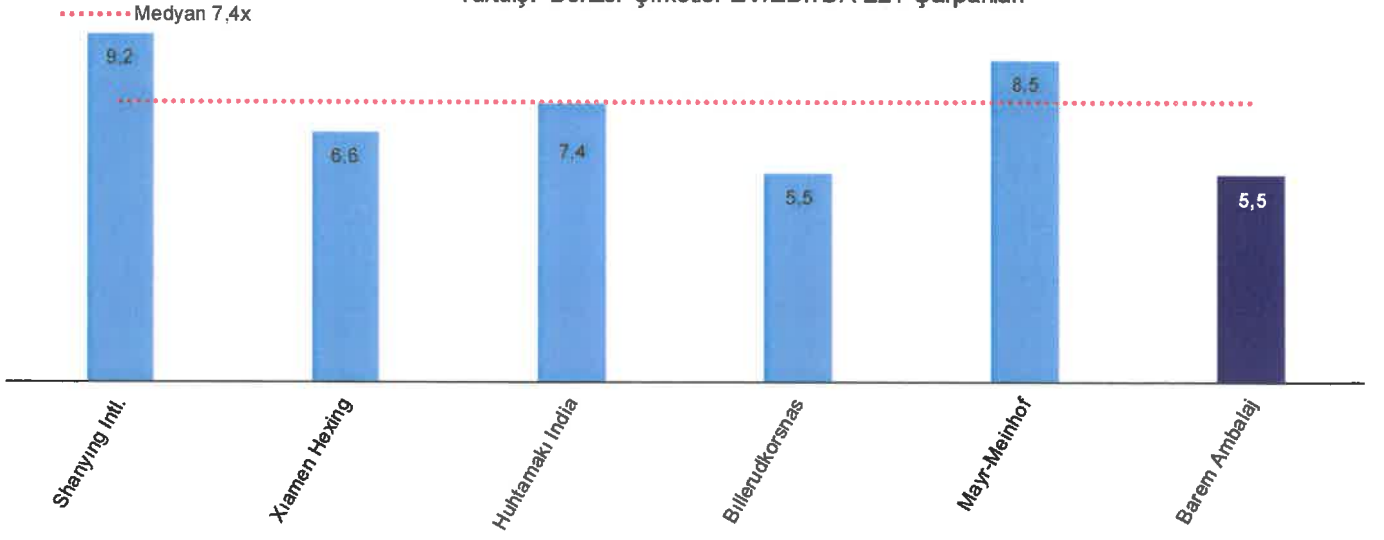
EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanı dikkate alınmıştır. Uluslararası çarpanlar haricinde tüm bölümlerde 2022/03-4Ç EBITDA ve 2022/03-4Ç Net Kar verileri kullanılarak cari EV/EBITDA çarpanına %50, cari F/K çarpanına %50 ağırlık verilerek değer tespiti gerçekleştirilmiştir. 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. Yurt dışı çarpanlarda cari EV/EBITDA çarpanına %25, EV/EBITDA22T çarpanına %25 ve F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiştir.

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

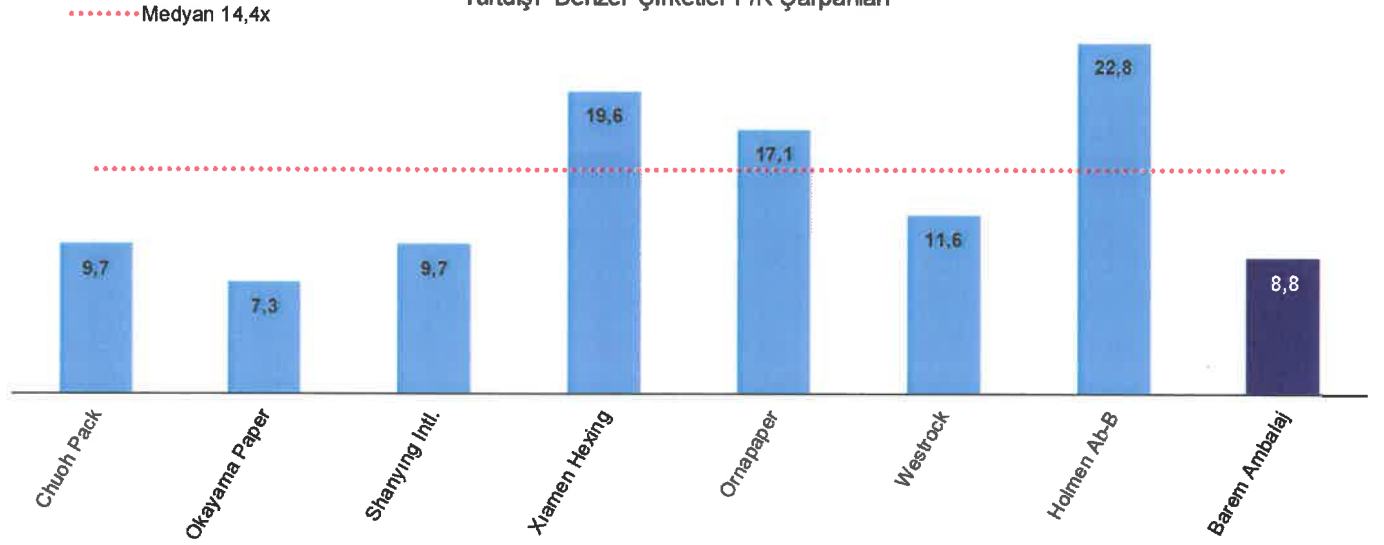
Mn TL	Değer
Barem Ambalaj EBITDA 2022/03 4Ç	259
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,9
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.555
Barem Ambalaj Net Borç 2022/03	290
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.265
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	25%

Mn 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

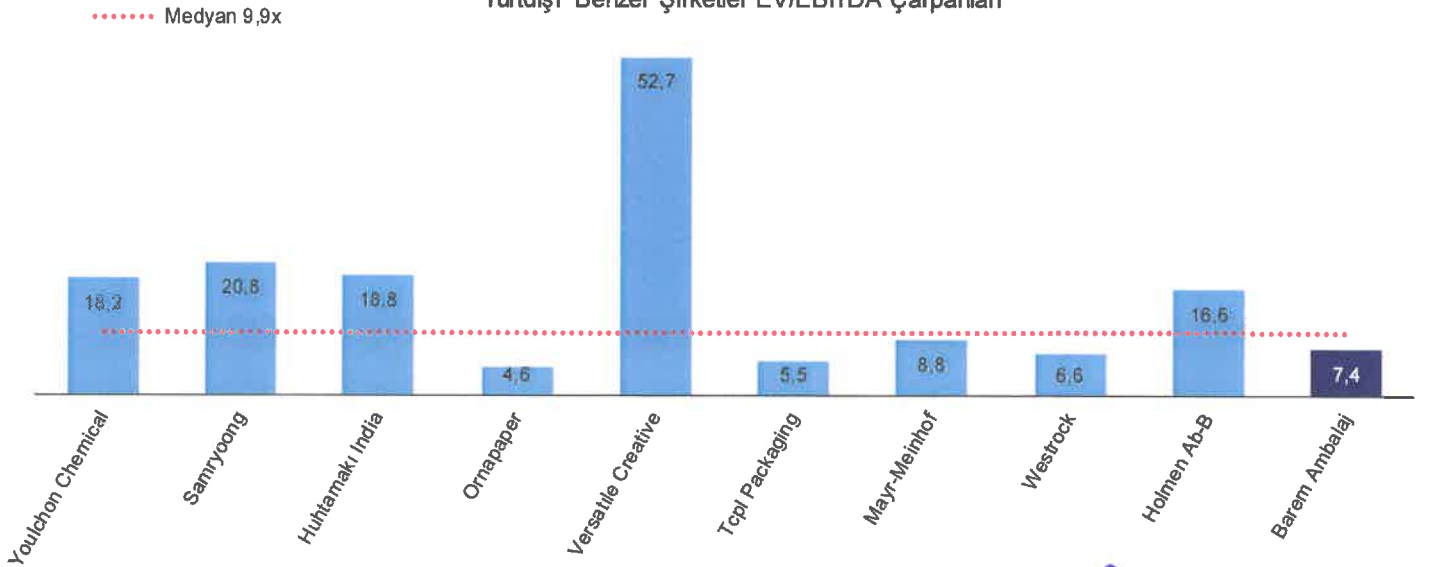
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA 22T Çarpanları



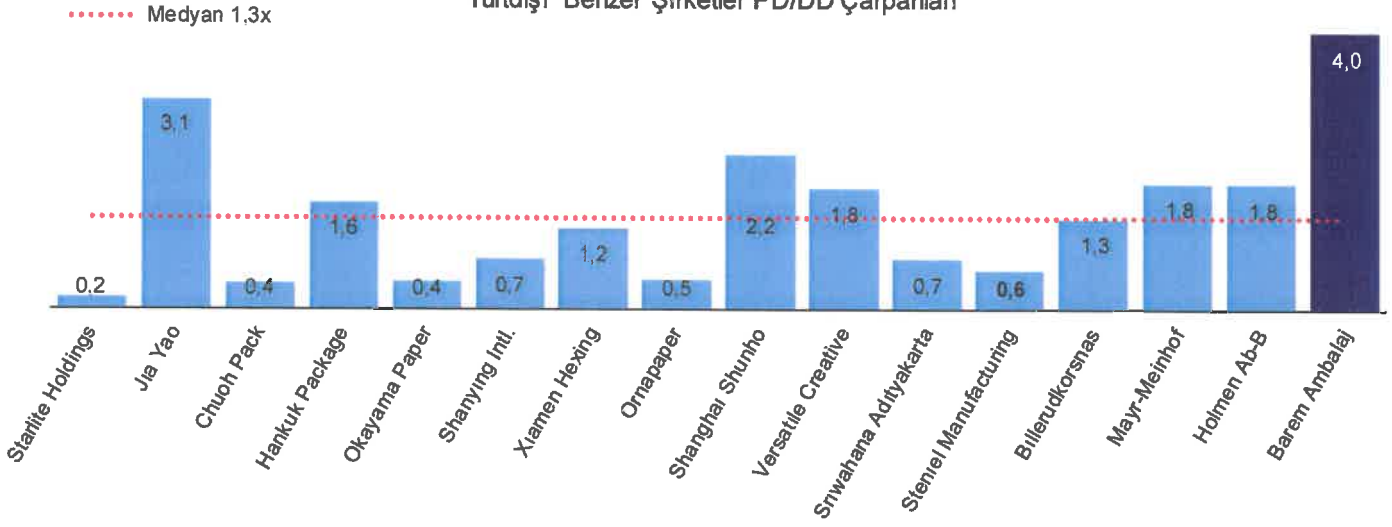
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanları



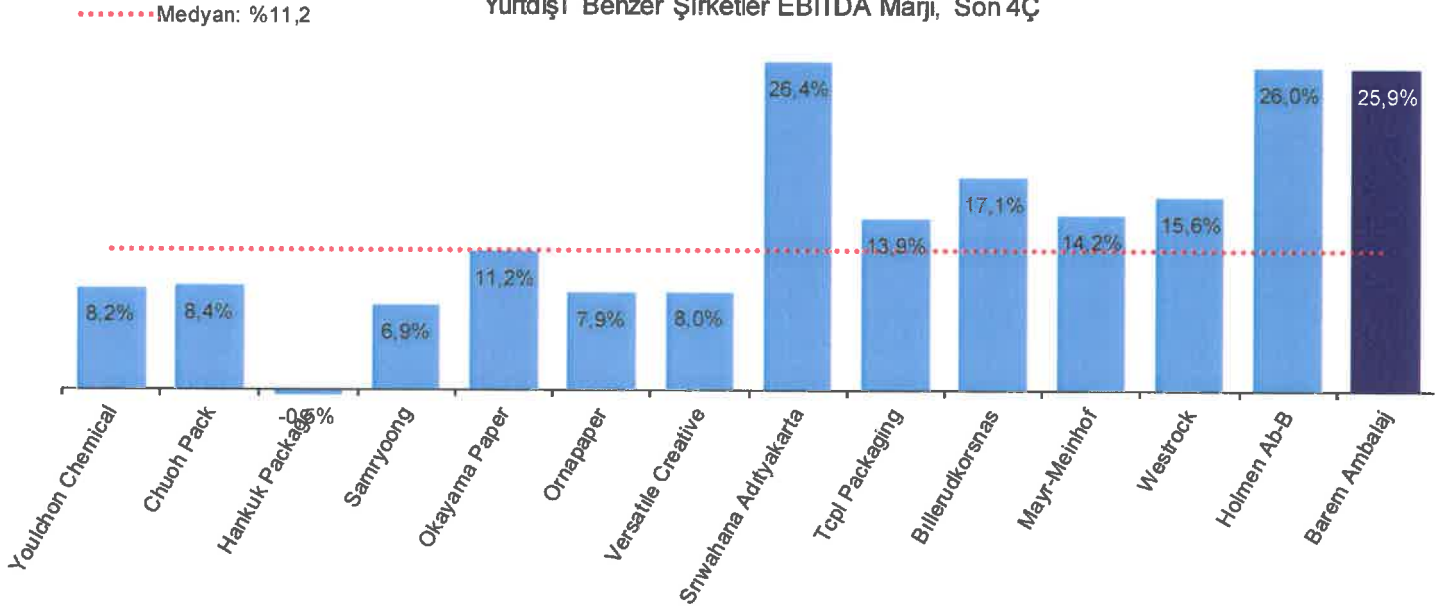
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA Çarpanları



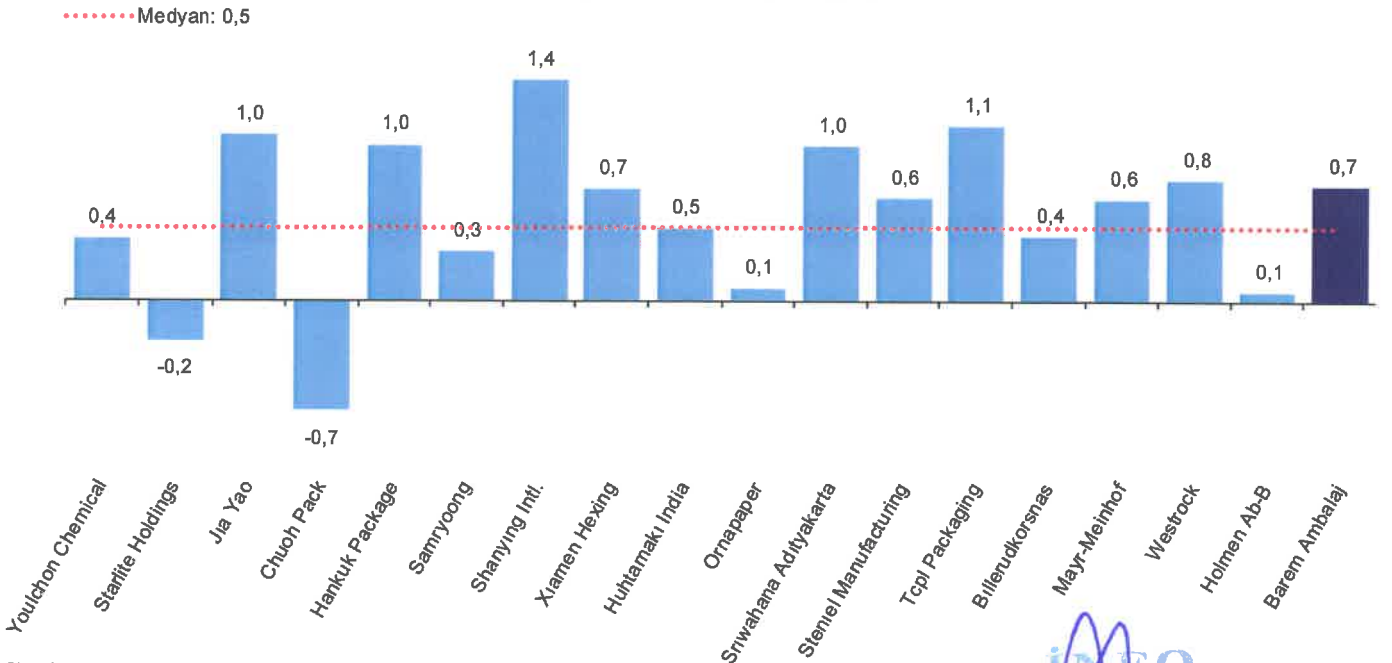
Yurtdışı Benzer Şirketler PD/DD Çarpanları



Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Marjı, Son 4Ç

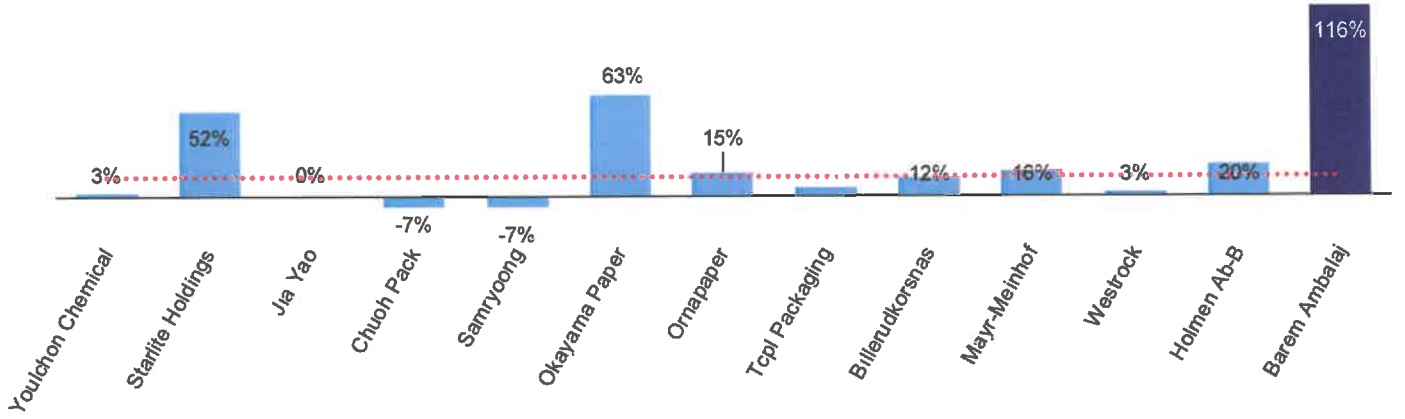


Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/Özkaynak



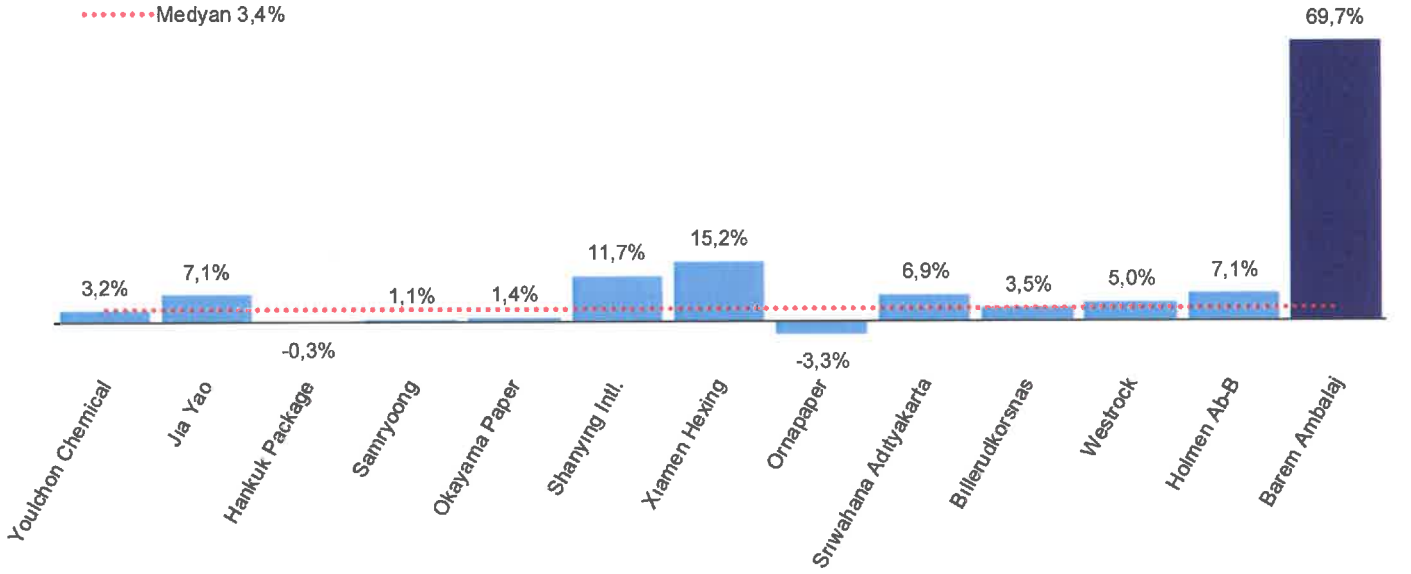
Yurtdışı Benzer Şirketler EBITDA Büyümesi YBBO (2019-2021)

..... Medyan: %12,4



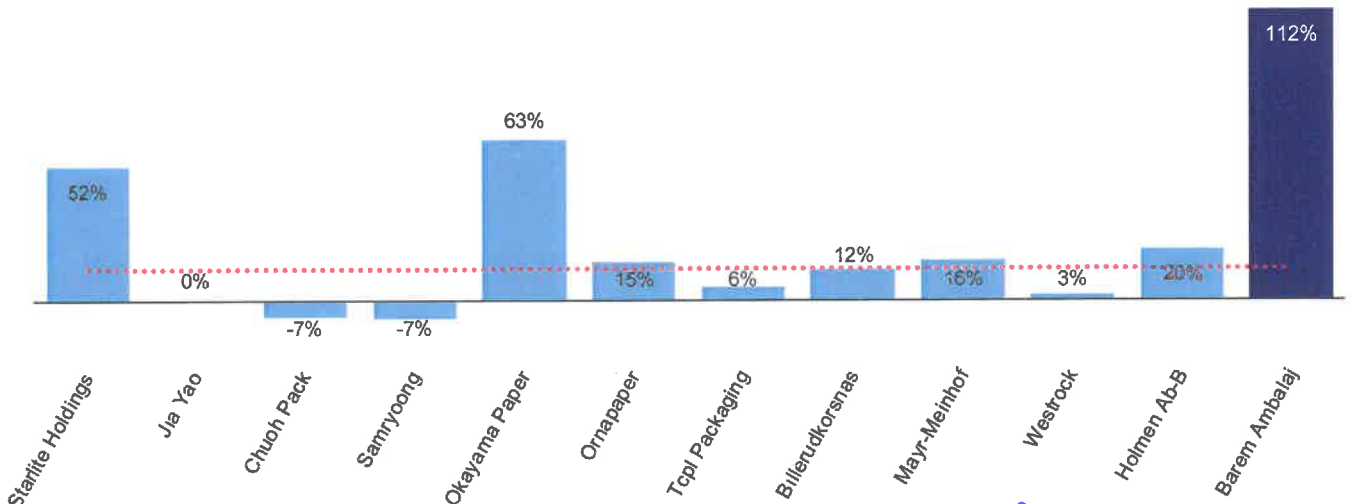
Yurtdışı Benzer Şirketler Satış Büyümesi YBBO (2019-2021)

..... Medyan 3,4%



Yurtdışı Benzer Şirketler Net Borç/EBITDA

..... Medyan 12%



Kaynak: Bloomberg

Temel Yatırım Unsurları

Şirket finansal güçlülük, büyüme beklentisi, özkaynakların verimli kullanımı, borçluluk ve getiri açısından önemli bir konumda yer alıyor

Konya Ereğli OSB'den arazi temin edilmesi ile ilerleyen dönemlerde ana hammadde olan kağıdın Şirket bünyesinde üretilmesine imkan verecek fabrika yatırımının planlanması karlılıkta önemli bir potansiyele işaret etmekte

Pandemi ile artan sağlık endişeleri ambalajlı ürünlere olan talebi artırmakta

E-ticaretin perakende içindeki payı gelişmekte olan ülkelerin altında

Ambalaj sektörü ekonomideki çok sayıda ve çeşitte sektöre hizmet vermesi nedeniyle sektörel risklere karşı doğal bir hedge mekanizmasına sahip görülmekte

Değerleme görüşü. Şirket, İzmir, Gaziantep ve Karaman'da kurulu olan 3 tesisinde toplamda yıllık 113,1 bin ton üretim kapasitesi ile oluklu mukavva, safiha, kuru kâğıt, ofset baskılı kutu ve her türlü ambalaj ve kutu imalatı faaliyetinde bulunmaktadır. Çatı GES yatırımları ve fabrika lokasyonları nedeniyle sahip olunan maliyet avantajları, ana hammadde olan kağıdın Şirket bünyesinde üretilmesi ve entegre bir üretim yapısına kavuşulabilmesi adına Konya Ereğli OSB'de 100.000 m² arsa temini, sade bilanço ve faaliyet yapısı, çeşitlendirilmiş müşteri portföyü, ortakların sahip olduğu 30 yıla yakın tecrübe Şirket'i ön plana çıkarırken ekonominin tüm dallarına hitap eden enflasyonist etkilere karşı korunaklı sektör yapısı, pandemi nedeni ile oluşan sağlık endişeleri ve yükselen e-ticaret işlem hacmi ile artan ambalajlı ürün talebi, pandemi sonrası Avrupa ve MENA bölgesine artan ihracat potansiyeli ve kişi başı ambalaj tüketiminin gelişmiş ülke ortalamalarının altında olması sektör için güçlü bir hikayeye işaret etmektedir. Düşük borçluluk ve 2022/03 itibari ile dengeli döviz açık pozisyonunda bulunan Şirket çatı GES yatırımları ile artması beklenen kar marjları ve 2021 yılı son çeyreğinde yükselen kurlar önemli bir büyüme hikayesi oluşturmaktadır.

Pandemi ambalajlı ürünlere olan talebi artırdı. Covid-19 salgını ile öne çıkan sağlık endişeleri nedeniyle tüketicilerde önemli bir paradigma değişikliği yaşanmaya başladı. Tüketiciler özellikle diğer tüketiciler ile teması minimum düzeye indiren ambalajlı ürünleri tercih etmeye başladılar. Sağlıkla ilgili endişeler ve ilerleyen dönemlerde yeni salgınların baş gösterebileceği beklentisi ile özellikle gıda, ilaç ve temizlik sektöründe ambalaj tüketimindeki artışın devam edeceği beklenmektedir. Nitekim tüketici tercihlerinde pandemi ile gelişen bahse konu değişimin etkisi ile pandemi yılı olan 2020'de birçok sektör daralmasına rağmen ambalaj sektöründe ihracat miktar ve tutar olarak bir önceki yıla göre sırası ile %4 ve %26 artarak toplamda yaklaşık olarak 3 milyon ton ve 5,1 milyar USD seviyesine ulaşmıştır. Söz konusu artış eğilimi pandeminin etkisini yavaş yavaş yitirmeye başladığı 2021 yılında da kendini göstermeye devam etmiş ve 2021 yılında ihracat tutarı %26 oranında artarak 5,1 milyar USD'den 6,5 milyar USD'ye yükselmiştir. Eldeki veriler ışığında Türkiye'de Ambalaj sektörünün 2020 yılındaki toplam üretim miktarının 2020'de yıllık %10,4 büyüyerek 10,3 milyon tona yurt içi satışların ise, 2019 yılına kıyasla %6,7'lik bir artış göstererek 6,7 milyon tona ulaştığı görülmektedir.

E-ticaretin yaygınlaşması ambalaj tüketimini desteklemekte. Ambalajlı ürün talebini besleyen ticaret kanallarından bir tanesi e-ticarettir. Bilişim Sanayicileri Derneği (TÜBİSAD) tarafından yayınlanan verilere göre Türkiye'de e-ticaret hacmi 2018 yılında %42 büyüyerek 59,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Sadece perakende sektörü cirosunun 31,5 milyar TL ve bunun içerisinde çok kanallı perakende sektörünün (elektronik, giyim & ayakkabı, ev & dekorasyon, eğlence & kültür vb.) 10,7 milyar TL olduğu bildirilmektedir. Bu kapsamda birincil/satış ambalajları ve nakliye ambalajları satışı da artmaktadır. Ülkemizde e-ticaretin toplam perakende içindeki payı %5,3'tür. Gelişmekte olan ülkelerin (Çin, Polonya, Hindistan, Brezilya, Rusya) dünya ortalaması ise %5,9'dur. Ülkemiz e-ticarette gelişmekte olan ülkelerin halen gerisindedir. Ticaret Bakanlığı'nın verilerine göre 2021'in ilk yarısında, bir önceki yılın aynı ayına göre E-Ticaret hacmi %75,6'lık artışla 161 milyar TL olarak gerçekleşmiş olup E-Ticaret hacmindeki büyüme devam etmektedir.

Ambalaj sektörü çok sayıda sektöre hizmet vermekte. Ambalaj sektörü gıda, içecek, ilaç ve temizlik gibi ekonomik stres dönemlerinden diğer sektörlerle nazaran daha az etkilenen defansif sektörlerle hizmet verdiği gibi aynı zamanda sektörel olarak ekonomik dalgalanmalara karşı duyarlı bilgisayar ve elektronik ekipman parçaları üretimi yapan sektörlerle de hitap etmektedir. Diğer bir ifade ile ambalaj sektörünün çok sayıda ve çok çeşitte sektöre hitap etmesi nedeniyle sektörel risklerden daha az sayıda ve çeşitte sektöre hitap eden faaliyet alanlarına göre daha az etkilenmektedir. Bu anlamda ambalaj sektörünün doğası gereği hitap ettiği sektörleri çeşitlendirmiş olması bir avantaj olarak görülebilir.

Şirket'in fabrikalarının bulunduğu lokasyonlar hem ihracat hem de iç tüketim için önemli maliyet avantajları sunmakta

Zincir mağazacılık ve alışveriş merkezleri raftan satış düzenini ve buna bağlı olarak da ambalajlı ürün talebini beslemekte

Organize perakendeciliğin payı %32 ile gelişmiş ülke ortalaması olan %60 - %80 seviyesinin altında olup büyüme potansiyeline işaret etmekte

Türkiye'de kişi başı ambalaj tüketimi gelişmiş ülkeler ortalamasının altında

Fabrikalar hem iç tüketim hem de ihracat için stratejik lokasyonlarda. Nakliye maliyetleri ambalaj üretiminde önemli yer tuttuğundan deniz yolu ile yapılacak ihracatta stratejik limanlara olan yakınlık ile karayolu ile yapılacak olan ihracatta ihracat yapılması planlanan ülkelere yakın bir karasal lokasyonda olunması şirketlere önemli maliyet avantajları kazandırmaktadır. Bu açıdan bakıldığında Şirket'in üç fabrikasından bir tanesi olan İzmir fabrikasının İzmir limanına yakın olması hem MENA hem de Avrupa bölgesine ihracat anlamında Şirket'e stratejik avantaj sağladığı söylenebilir. İzmir bölgesindeki fabrika sadece ihracat anlamında değil iç tüketim ve üretim anlamında da ana merkezlere yakın konumdadır. Şirket'in bir diğer fabrikası ise Gaziantep'te yer almakta olup Irak ve Ortadoğu ihracatı için oldukça elverişli konumdadır. Şirket'in Karaman'daki fabrikası ise İç Anadolu'ya hizmet verebilecek uygun bir lokasyonda yer almaktadır. Özetlemek gerekirse Şirket'in sahip olduğu üç fabrikayı tek bir yerde toplamak yerine hem ihracat hem de iç tüketim anlamında farklı bölgelere hitap etmesine imkan veren farklı lokasyonlarda kurmuş olması bir avantaj olarak görülebilir.

Artan refah ve yaygınlaşan zincir mağazalar sektörü desteklemekte. Ambalaj sektörünün gelişmişliği ve kişi başına ambalaj tüketimi genel olarak "yaşam standardı ve ekonomik faaliyetlerin göstergesi" olarak değerlendirilmektedir. Son on beş yılda kişi başına isabet eden ortalama gelirdeki artışlar nedeni ile yaşam standartlarında önemli değişimler yaşanmaktadır. Artan şehirleşme trendi, ortalama ömürün uzaması, kadın nüfusun iş hayatına katılım payının artması, tüketim alışkanlıkları ve tüketici beklentilerinin değişime uğraması, tüketim merkezlerinde self servis yöntemlerini geliştirmekte ve tüketiciye doğrudan satış yapan hipermarket, süpermarket ve market zincirlerinin tüm ülke sathına yayılmasını teşvik etmektedir. Bu sırada söz konusu perakende satış sistemleri porsiyon tarzı ambalajın gelişim ve kullanımına destek vermektedir. Keza tüketiciler, geniş pazarlama alanına sahip marketlerde çok daha fazla çeşit, ucuz ama kaliteli ve güvenilir ürün, fiyat ve kalite dengesi bulma imkanları elde etmektedir. Bunun dışında müşteri hizmeti, satış noktasında yapılan promosyonlar, özel indirimler, bedava ürün kuponları gibi faktörler müşteriyi tercihen marketten alışveriş yapmaya yönlendirmektedir. Kısaca zincir mağazacılık ve alışveriş merkezleri raftan satış düzenini ve buna bağlı olarak da ambalajlı ürün talebini beslemektedir. Tüm Alışveriş Merkezleri ve Perakendeciler Federasyonu (TAMPF) verilerine göre Türkiye'de organize perakende geleneksel perakendenin gerisinde kalmıştır. Sektörde pazar, bakkal, küçük marketler gibi geleneksel perakendeciliğin ağırlığı halen yüksek olmakla beraber, organize perakendeciliğin payı %32 oranındadır. Organize perakendenin tüm perakende içindeki payının %60-%80'ler civarında olduğu gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında daha gidecek önemli bir yolu olduğu söylenebilir. Özellikle refah seviyesinin artması ile organize perakendeciliğin payının gelişmiş ülke ortalamalarına yakınsaması beklenmektedir.

Kişi başı ambalaj tüketimi gelişmiş ülkeler ortalamasının altında. 2018 yılında Türkiye'de ambalaj tüketimi yaklaşık 260 \$/kişi (Nüfus: 82 milyon) olarak hesaplanırken, 2019 yılında ise yaklaşık 272 \$/kişi (Nüfus: 83 milyon) seviyesindedir. Kişi başı ambalaj tüketimi 440 \$ olan Kuzey Amerika/Kanada, 365 \$ olan Avrupa Birliği ülkeleri ve 516 \$ olan Japonya ile kıyaslandığında Türkiye için bir potansiyel olduğu dikkate alınabilir. Türkiye'nin gelişmiş ülkelere göre daha düşük tüketim seviyesine sahip olmasının Türkiye'deki ambalaj sanayinin teknolojik gelişmişlik seviyesi dikkate alındığında esas olarak ambalaj sanayindeki kapasite yetersizliğinden ya da teknoloji eksikliğinden değil; imalat sanayindeki çeşitlenmeden kaynaklandığı görülecektir. Türkiye Ambalaj Sanayi donanım olarak gelişmiş ülkeleri aratmadığı bir yana bazı AB ülkelerinden çok daha yeni donanıma sahiptir. Bununla beraber tüketimin önemli bir bölümünün ithalat ile karşılanması nedeniyle söz konusu ürünler için gerekli ambalajlar yurt dışında üretilmektedir. Bu nedenle tüketimi ithalat ile karşılanan ürünlerin Türkiye'de üretilmesi ile ambalaj tüketiminin artması beklenmektedir.

Artan refah seviyesi ile orta sınıfın güçlenmesi, şehirlere göçün artması, kadınların iş yaşamına daha fazla katılması ve organize perakendenin yaygınlaşması, geleneksel aile yapısının yerini çekirdek ailelere bırakması ile tüketim alışkanlıklarının değişerek daha küçük konutlarda yaşayan günümüz insanının daha küçük porsiyonlarda ambalajlı ürün talep etmesini sağlamakta

Artan nakliye maliyetleri ve tedarik zincirlerinde yaşanan sıkıntılar Avrupa ve MENA bölgesi taleplerinin karşılanabilmesi için stratejik konumu nedeniyle Türkiye'yi ön plana çıkarmakta

İlerleyen dönemlerde kağıt üretim fabrikası yatırımı ile karlılığın artırılması hedeflenmekte

Müşteri portföyü çeşitlendirilerek ticari alacak riski doğal yollarla hedge edilmeye çalışılmıştır

Sade bilanço yapısı, sıfır ilişkili taraf işlem hacmi

Pandemi ile Avrupa ve MENA bölgesine ihracat potansiyeli arttı. Ambalaj üretiminde maliyet kalemleri arasında enerji ve nakliye önemli yer tutmaktadır. Özellikle pandemi ile artan navlun giderleri ile konteyner temininde yaşanan sıkıntılar Avrupa ve MENA bölgelerinin Uzakdoğu'dan ambalaj ithalatında maliyetleri önemli oranda artırmıştır. Pandemi dönemi ile Çin'de bazı fabrikaların üretime ara vermesi sonucu tedarik zincirinde de sorunlar yaşanmış ve şirketler gerek tedarik zincirinde çeşitlilik sağlamak gerekse yakın lokasyonlardan ithalat ile nakliye giderlerini aşağı çekebilmek adına Uzakdoğu'dan yapılan ithalatın bir bölümünü Polonya ve Türkiye gibi yakın bölgelerdeki ambalaj üreticilerine kaydırma kararı almışlardır. Ek olarak artan kur nedeni ile Türkiye'deki işçilik maliyetleri USD bazlı önemli oranda gerilemiş ve Türkiye'deki şirketlere ihracat anlamında nakliye maliyetlerindeki avantajlarına ek olarak diğer bir önemli maliyet kalemi olan işçilik maliyetlerinde de avantaj sağlamıştır. Bu nedenle gerek MENA bölgesindeki ülkelerin gerekse Avrupa ülkelerinin ambalaj ithalatlarında önümüzdeki dönemlerde Türkiye'nin payını artırmaları beklenmektedir

Çatı GES yatırımları ile enerji maliyetlerinde tasarruf. Şirket'in faaliyet gösterdiği Gaziantep, Karaman ve İzmir/Tire üretim tesislerinin çatılarına enerji tüketim maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla toplam 3.607 KWp kurulu gücüne sahip olacak 3 çatı GES yapılmakta olup, söz konusu yatırım kapsamında 2,0 milyon ABD doları tutarında leasing yoluyla finansman sağlanmıştır. Gaziantep, İzmir/Tire ve Karaman tesislerinde çatı GES kurulumlarını tamamlanarak deneme üretimine geçilmiştir. Üç santralin toplamda %13,6 KKO ile çalışması ve yaklaşık 4.310 MWh elektrik üretimi yapması beklenmektedir. Şirket yetkililerin hesaplamalarına göre Şirket'in söz konusu santrallerden dolayı sağlayacağı elektrik tasarruf tutarının ortalamada %16 olacağı varsayılmaktadır.

Ana hammadde olan kağıdın bünyede üretilmesi hedeflenmekte. Şirketin üretim faaliyetlerinde kullanılan ana hammadde olan kağıt, tamamen üretici diğer firmalardan temin edilmekte olup, ana hammaddenin Şirket bünyesinde üretilmesine yönelik olarak Şirket yönetiminin orta – uzun vadede stratejik yatırım düşüncesi bulunmaktadır. Bu kapsamda ileriye dönük olarak yapılabilecek kağıt fabrikası yatırımı için 2021 yılında Konya Ereğli OSB'de 100.000 m² arsa tahsisi yapılmış olup, arsa bedeli olarak 1.769.714 TL ödemenin tamamı özkaynaklardan karşılanmıştır. Kağıt üretim fabrikasının kurulması ile Şirket entegre bir ambalaj üretim şirketi hüviyetine kavuşacaktır. Bu durum gerek karlılığın artmasına gerekse hammadde temininde karşılaşılabilecek riskleri azaltma anlamında şirkete avantaj sağlaması beklenmektedir. **Bununla birlikte değerlendirilerek kurulması planlanan kağıt fabrikasının değere etkisi göz ardı edilmmiştir.**

Çeşitlendirilmiş müşteri portföyü yoğunlaşma riskini azaltmakta. 2021 yılında satışların en yüksek olduğu müşterinin toplam satışlar içindeki payı %4,5 seviyesinde olup ilk 10 müşterinin toplam satışlar içerisindeki payı toplamda %31,5'dur. Şirket yetkililerinin ifadelerine göre ise toplam satış yapılan müşteri sayısı 300'ün üzerindedir. Satışların müşteri yoğunlaşmasına izin vermeyecek şekilde dağılmış olması alacak riskini düşürmektedir. Nitekim Şirket'in faaliyete başladığı yıldan bugüne toplam şüpheli ticari alacak tutarı 2022/03 itibarı ile 3,8 mn TL'dir.

Sade bilanço ve faaliyet yapısı, sıfır ilişkili taraf işlem hacmi. Herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklığı bulunmayan Şirket'in aynı zamanda herhangi bir ilişkili taraf işlemi bulunmamaktadır. Bu nedenle Şirket, oldukça sadece ve anlaşılır bir mali tablo yapısına sahiptir. Ek olarak ortakların herhangi başka bir iş alanında faaliyetleri bulunmamakta, tüm konsantrasyonları Barem Ambalaj faaliyetlerine odaklanmış durumdadır.

Sektör

Salgın nedeniyle ambalajlı ürünlere olan talebin artması, kalite artırma çalışmaları, kullanılan ana ve yardımcı maddelerde uygulanmaya başlayan rasyonalizasyon ve çevreye uyum önlemleri ambalajlama sektörünü görece pozitif etkilemiştir.

Şehirleşme trendi, yaşam süresinin uzaması, servis hizmeti olarak Self-Servis hizmetinin yaygınlaşması gibi sosyal ve ekonomik değişkenlerdeki gelişmeler sektöre olan talebi artırmaktadır

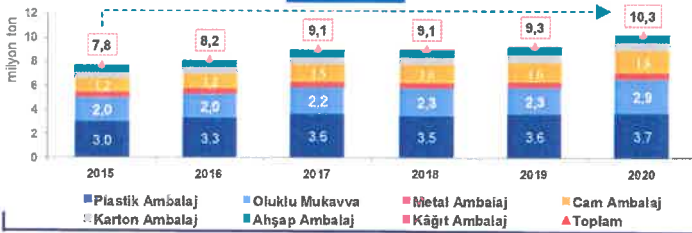
Küresel bazda en büyük ambalaj tüketicisi ABD. Ambalaj, üretilen ürünleri sürdürülebilir şekilde saran, saklayan, koruyan, stoklayan, taşıyan, ürünün teşhir edilmesini ve satılmasını sağlayan bir endüstriyel ürün olarak tanımlanmaktadır. Tarım, imalat sanayi ve birçok sektörün işlevini gerçekleştirilmesi açısından ambalajlama önemli bir konuma sahiptir. Pira International verilerine göre küresel ambalaj endüstrisi 2018 yılında 974,5 milyar USD ciroya ulaşırken günümüzde 1 trilyon USD'nin üzerinde olduğu tahmin edilmektedir. Sektörel büyüme daha çok kağıt/karton/oluklu mukavva ve sert (rijit) plastik ambalaj sektörlerinde yaşanırken 2018 verilerine göre küresel bazda en büyük ambalaj tüketicisi 140 milyar USD tutar ve %14'lük payla ABD olmuştur. ABD'den sonra 100 milyar USD'lik hacimle Çin ikinci sırada yer almıştır. Türkiye, 20 milyar USD büyüklük ile Avrupa ve Avrasya'da 6. sırada; Dünyada ise 16. sırada yer almaktadır.

Sektörün büyük çoğunluğu plastik ambalajlardan oluşmakta. Küresel ambalaj sektör büyüklüğünün ortalama %66'lık kısmı plastik ambalajdan, %22'lik kısmı kağıt/karton ambalajdan, %8'lik kısmı metal ambalajdan ve %4'lik kısmı cam ambalajdan oluşmaktadır.

Sektörde büyüme trendi hakim. Türkiye'de ambalaj sektörünün büyüklüğü üretim miktarı olarak 2020'de yıllık %10,4 büyüyerek 10,3 milyon tona yükselmiştir. Sektördeki üretim, 2018 yılında ülkemizdeki Döviz ve Borç Krizi nedeniyle bir miktar gerilemiştir. Sektöre yönelik üretim rakamları yaklaşık bir yıl kadar gecikmeli olarak, sektör ihtisas derneklerinin çalışmaları ve çeşitli kaynaklardan derlenerek elde edilmekte; ara dönemler ise bazı varsayımlara bağlı ekstrapolasyonlarla hesaplanmaktadır. Sektördeki üretimin 2015-2020 arasında yıllık bileşik büyüme oranı %5,8 seviyesindedir.

Covid 19 salgınına rağmen 2020 'de sektör üretiminde %10,4'lük artış...

Türkiye'de Malzeme Grubuna ve Yıllara Göre Ambalaj Üretim Miktarı



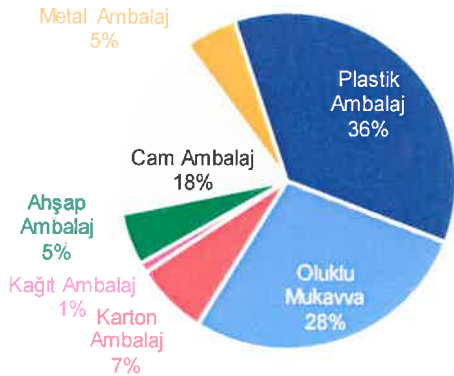
Kaynak: Türkiye Ambalaj Sektörü Raporu 2021, Pira International

Malzeme Grubuna ve Yıllara Göre Üretim Miktarı (ton)

Üretim Dalı	2015	2016	2017	2018	2019	2020	YBBO
Kâğıt Ambalaj	85.000	80.000	82.750	103.000	99.500	85.400	0,1%
Karton Ambalaj	577.000	615.000	643.000	660.000	714.000	722.000	4,6%
Oluklu Mukavva	2.031.000	2.022.000	2.241.000	2.300.000	2.282.000	2.880.000	7,2%
Plastik Ambalaj	2.988.000	3.293.000	3.648.000	3.500.000	3.600.000	3.720.000	4,5%
Metal Ambalaj	428.000	433.000	464.000	430.000	452.000	547.000	5,0%
Cam Ambalaj	1.153.000	1.232.000	1.455.700	1.560.000	1.640.000	1.800.000	9,3%
Ahşap Ambalaj	510.000	526.000	542.000	540.000	550.000	550.000	1,5%
Toplam	7.772.000	8.201.000	9.076.450	9.093.000	9.337.500	10.304.400	5,8%
Değişim		5,5%	10,7%	0,2%	2,7%	10,4%	

Kaynak: Türkiye Ambalaj Sektörü Raporu

Malzeme Grubuna Göre 2020 Yılı Üretim Dağılımı



Dış satımların daha yakın bir tarih aralığından izlenebilmesi nedeniyle Türkiye Ambalaj Sektörü büyüklüğünün 2021 sonunda 28 milyar doları bulacağını öngörülmektedir.



Kaynak: Türkiye Ambalaj Sektörü Raporu 2021, * Tahmini

Sektör

2020 yılında ISO 1000'de yer alan ambalaj firmaları arasında Barem Ambalaj, 41. Sırada yer almıştır.

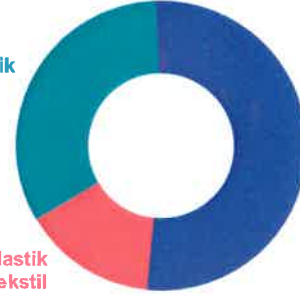
Şirket'in sektördeki yeri. İstanbul Sanayi Odası (ISO) tarafından açıklanan Türkiye'nin ilk 1000 (Birinci 500 + İkinci 500) Büyük Sanayi Kuruluşu içerisinde 2020 yılında 62 ambalaj sektörü firması yer almıştır. 2020 ISO 1000 büyük sanayi kuruluşu arasındaki ambalaj sektörü firmalarının satışlara (Üretimden satışlar ambalaj payı, net) göre sıralamasını incelediğimizde ilk sırada, Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları AŞ (3,33 milyar TL), ikinci sırada Modern Karton Sanayi Ticaret AŞ (3,26 milyar TL), üçüncü sırada Sarten Ambalaj Sanayi ve Ticaret AŞ (2,79 milyar TL) yer alırken Barem Ambalaj (413,5 mn TL) 41. sırada yer almaktadır. 2020 ISO 1000 büyük sanayi kuruluşu arasındaki ambalaj sektörü firmalarının ihracata göre sıralamasını incelediğimizde ilk sırayı Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları AŞ (164 mn USD) alırken Barem Ambalaj (11,8 mn USD) 24. Sırada yer almaktadır.

ISO 1000 İçindeki Ambalaj Sektörü Firmalarının Yıllık Değişimi	2019	2020	Değişim
Firma Sayısı	58	62	6,9%
Üretimden Satışlar (Bin TL)	39.034.085	51.936.870	33,1%
İhracat (Bin \$)	1.271.279	1.185.317	-6,8%

Kaynak: ASD 2021 (ISO 500 + 500)

ISO 1000'deki Plastik Ambalaj Üreticilerinin Dağılımı

Sert Plastik
33%



Fleksibil
(Esnek)
Plastik
52%

Plastik
Tekstil
15%

Ambalaj Sektörü S.W.O.T.



28.07.2022

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO
 YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Kustepe Mahallesi, İdincikent Yolu No:14
 Kat:3-9 Beşiktaş/İstanbul - Şişli/İstanbul
 Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 24 26
 Bona fide Kurumlar V.B. 4788/2008-9787
 Mersis No: 0818003278000011

Engin Emre SEÇEN
 Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
 Genel Müdür Yardımcısı