

Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

| Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. | |
|--|--|
| Borsa Kodu | KRPLS |
| Halka Arz Yöntemi | Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı |
| Halka Arz Şekli | Sabit fiyat ile talep toplama ve en iyi gayret aracılığı |
| Tahsisatlar | Yurt İçi Bireysel : %25 Yurt İçi Yüksek Başvurulu Bireysel : %25 Yurt İçi Kurumsal : %40 Yurt Dışı Kurumsal : %10 |
| Kote Olunacak Pazar | Yıldız Pazar |
| Talep Toplama Tarihleri | 20-21-22 Temmuz 2022 |
| Halka Arz Öncesi Sermaye | 150.000.000 TL |
| Sermaye Artırımı | 24.600.000 TL |
| Ortak Satışı | 42.200.000 TL |
| Ek Satış | 11.700.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Sermaye | 174.600.000 TL |
| Halka Açıklık Oranı | 38,26% |
| Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil) | 44,96% |
| Talep Toplama Fiyatı | 4,68 TL |
| Halka Arz Büyüklüğü | 312.624.000 TL |
| Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil) | 367.380.000 TL |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri | 702.000.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri | 817.128.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Uygulamalar | Brüt halka arz gelirinin %25'ine kadar bir tutar, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılacaktır. |

| Halka Arz Çarpanları | |
|----------------------|--------|
| F/K 2021 | 115,57 |
| F/K 2022Ç1 | 350,57 |
| FD/FAVÖK 2021 | 10,00 |
| FD/FAVÖK 2022Ç1 | 7,90 |
| PD/DD 2021 | 4,35 |

| Halka Arz Sonrası Çarpanlar | |
|-----------------------------|--------|
| F/K 2022Ç1 | 408,06 |
| FD/FAVÖK 2022Ç1 | 7,90 |
| PD/DD 2021 | 2,95 |

**Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre*

Özet Bilgi

- Koroplast,40 seneyi bulan köklü geçmişi, zengin marka mirası, geniş dağıtım ağı, yenilikçi ve kaliteli geniş ürün portföyüyle ve 2018-2021 yıllarını kapsayan son dört yılda buzdolabı poşeti, fırın torbası ve pişirme kâğıdı ürünlerini içine alan Mutfak Yardımcı Ürünlerini ve çöp poşeti pazarında sahip olduğu Pazar payı ile Türkiye’de Pazar lideri konumundadır.
- Koroplast’ın hızlı tüketim ürünleri pazarının hızla büyüyen bir alt kategorisi olan Poşet Pazarı (çöp torbası, buzdolabı poşeti, pişirme kâğıdı, fırın torbası) cirosu 2018-2021 döneminde %32,7 yıllık bileşik büyüme oranı ile büyümüştür. Şirket, günlük ev ihtiyaçlarını karşılayan çöp torbaları, saklama ve pişirme ürünleri ve piyasaya yeni sürülen temizlik ürünlerini içine alan geniş bir ürün portföyü sunmaktadır.
- 1980’li yıllarda Türk tüketicisini çöp torbası ve buzdolabı poşetiyle tanıştıran ilk şirket olma sıfatını taşıyan Koroplast, Mutfak Yardımcı Ürünleri sektöründe Pazar lideri olarak yenilikçi ve trend belirleyici olduğuna inanmaktadır. Koroplast, koku önleme teknolojisi, taze saklama buzdolabı poşetleri ve kokulu çöp torbaları gibi bir dizi yenilikçi çözümü pazara sunmuştur.
- Şirket, ana markası “Koroplast” ve fiyat odaklı tüketicileri hedefleyen alt markası “İdeal”’in yanı sıra, indirim marketlerine ve perakendecilere yönelik olarak market markası üretimi ile de hizmet vermektedir.
- Koroplast, ürünlerinin satışını ulusal ve yerel zincir marketler, indirim marketleri, geleneksel mağazalar ve ev dışı Pazar kanalıyla yapmakta ve markasının lider durumunun ve Pazar payının verdiği güçle ülke çapında yaklaşık 52.000 satış noktasına ulaşabilmektedir. Şirket, aynı zamanda son yıllarda ürünlerini hızla büyüyen internet satış mağazalarında da sunmaya başlamıştır. İlaveten, Koroplast, ürünlerini giderek artan bir hacimde ihracat kanalıyla ağırlıklı olarak Avrupa ülkeleri olmak üzere uluslararası pazara da sunmaktadır.
- İstanbul’da bulunan ve münhasıran Koroplast ürünlerine tahsis edilmiş olan Üretim Tesisi, yaklaşık 15.500 ton ekstrüzyon kapasitesine sahiptir. Ayrıca aynı Üretim Tesisi Şirket merkezini içinde barındırmakta ve K6 Depo ile Hammadde Deposu’na komşu parselde yer almaktadır. Bu sayede tam entegre üretim süreci, ürünlerin tek bir tesis içinde üretilmesini ve aynı üretim sahası içerisinde depolanmasını sağlayacak rekabetçi maliyet imkânı sunmaktadır.
- Koroplast 31.03.2022 itibarıyla toplam 319 çalışan istihdam etmektedir. Ve yaklaşık 25 yılı bulan seçkin iş tecrübesi ve eğitim geçmişine sahip üst düzey yönetim öncülüğünde günlük operasyonlarını sürdürmekte ve uzun vadeli planlarını hayata geçirmek için çalışmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket’in sermaye artırımı yolu ile halka arzından elde edilecek fonun, planlanan kullanım yerleri aşağıdaki gibidir:

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

Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Ortaklık Yapısı

- Sermayedeki ve toplam oy hakkı içindeki payları doğrudan %5 ve fazlası olan tek pay sahibi Korozo Ambalaj Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Korozo")'dır ve payların tamamına sahiptir. Korozo'nun sermayesinin %85'ine tekabül eden payları; Türkiye'ye özgü bir yatırım fonu olan Actera Partners II LP tarafından kontrol edilen Aegle Investments S.a.r.l.'a aittir.

| Koroplast Ortaklık Yapısı | | Halka Arz Öncesi | | Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç | | Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil | |
|---------------------------------------|-----------|--------------------|---------------|----------------------------------|---------------|----------------------------------|---------------|
| Hissedar | Pay Grubu | Sermaye Payı (TL) | Pay Oranı | Sermaye Payı (TL) | Pay Oranı | Sermaye Payı (TL) | Pay Oranı |
| Korozo Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. | A | 75.000.000 | 50% | 75.000.000 | 43,0% | 75.000.000 | 43,0% |
| | B | 75.000.000 | 50% | 32.800.000 | 18,8% | 21.100.000 | 12,0% |
| Halka Açık | B | - | - | 66.800.000 | 38,2% | 78.500.000 | 45,0% |
| Toplam | | 150.000.000 | 100,00 | 174.600.000 | 100,00 | 174.600.000 | 100,00 |

Mali Tablolar

| Koroplast Gelir Tablosu (TL) | 2019 | 2020 | 2021 | 2021/03 | 2022/03 | Son 4Ç |
|---|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Hasılat | 176.014.350 | 279.283.838 | 407.340.211 | 83.787.805 | 121.458.211 | 445.010.617 |
| Yıllık Değişim | | 58,7% | 45,9% | -79,4% | 45,0% | |
| Satışların Maliyeti (-) | -112.207.830 | -171.108.578 | -256.716.356 | -52.496.079 | -78.307.082 | -282.527.359 |
| Yıllık Değişim | | 52,5% | 50,0% | -79,6% | 49,2% | |
| Brüt Kâr/Zararı | 63.806.520 | 108.175.260 | 150.623.855 | 31.291.726 | 43.151.129 | 162.483.258 |
| Yıllık Değişim | | 69,5% | 39,2% | -79,2% | 37,9% | |
| Brüt Kar Marjı | 36,3% | 38,7% | 37,0% | 37,3% | 35,5% | 36,5% |
| Genel Yönetim Giderleri (-) | -9.423.348 | -7.545.291 | -9.895.895 | -2.181.711 | -4.773.361 | -12.487.545 |
| Satış,Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-) | -28.245.228 | -37.691.721 | -48.904.778 | -10.210.050 | -17.790.086 | -56.484.814 |
| Amortisman | 4.426.740 | 7.738.371 | 13.042.990 | 2.714.550 | 4.105.296 | 14.433.736 |
| Faaliyet Kârı | 26.137.944 | 62.938.248 | 91.823.182 | 18.899.965 | 20.587.682 | 93.510.899 |
| FAVÖK 1 | 30.564.684 | 70.676.619 | 104.866.172 | 21.614.515 | 24.692.978 | 107.944.635 |
| Yıllık Değişim | | 131,2% | 48,4% | -79,4% | 14,2% | |
| FAVÖK1 Marjı | 17,4% | 25,3% | 25,7% | 25,8% | 20,3% | 24,3% |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 16.667 | 58.051 | 939.976 | 120.433 | 15.705 | 835.248 |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-) | -3.671.293 | -225.903 | -20.913.995 | -523.437 | -3.092.952 | -23.483.510 |
| Esas Faaliyet Kârı/Zararı | 22.483.318 | 62.770.396 | 71.849.163 | 18.496.961 | 17.510.435 | 70.862.637 |
| Yıllık Değişim | | 179% | 14% | 57% | -5% | |
| Esas Faaliyet Kar Marjı | 13% | 22% | 18% | 22% | 14% | 16% |
| FAVÖK 2 | 26.910.058 | 70.508.767 | 84.892.153 | 21.211.511 | 21.615.731 | 85.296.373 |
| Yıllık Değişim | | 162% | 20% | -75% | 2% | |
| FAVÖK2 Marjı | 15% | 25% | 21% | 25% | 18% | 19% |
| FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KÂRI/ZARARI | 22.483.318 | 62.770.396 | 71.849.163 | 18.496.961 | 17.510.435 | 70.862.637 |
| Finansman Gelirleri (+) | 106.176 | 87.013 | 110.898 | 43.733 | 14.871 | 82.036 |
| Finansman Giderleri (-) | -14.464.277 | -32.460.983 | -62.001.689 | -10.102.351 | -14.031.422 | -65.930.760 |
| VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI | 8.125.217 | 30.396.426 | 9.958.372 | 8.438.343 | 3.493.884 | 5.013.913 |
| Vergi Gideri | -1.796.114 | -6.837.070 | -3.884.236 | -1.837.161 | -964.362 | -3.011.437 |
| DÖNEM KÂRI/ZARARI | 6.329.103 | 23.559.356 | 6.074.136 | 6.601.182 | 2.529.522 | 2.002.476 |

Koroplast Temizlik Ambalaj Ürünleri Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

| Koroplast Bilanço (TL) | | | | | |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| VARLIKLAR | 2019 | 2020 | 2021 | 2021/03 | 2022/03 |
| DÖNEN VARLIKLAR | 128.510.075 | 156.672.590 | 304.510.259 | 210.976.548 | 333.615.911 |
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 11.080.342 | 8.571.647 | 27.152.553 | 29.127.318 | 14.049.792 |
| Ticari Alacaklar | 86.744.813 | 95.112.440 | 163.367.779 | 123.045.438 | 196.310.949 |
| Stoklar | 22.936.925 | 46.385.727 | 94.414.491 | 52.073.418 | 104.665.679 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 118.891 | 2.385.541 | 6.096.624 | 6.562.150 | 9.383.592 |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar | 1.623.072 | - | 7.835.020 | 2.199 | - |
| Diğer Dönen Varlıklar | 6.006.032 | 4.217.235 | 5.643.792 | 166.025 | 9.205.899 |
| DURAN VARLIKLAR | 45.186.934 | 68.610.682 | 101.489.681 | 87.758.875 | 100.336.613 |
| Maddi Duran Varlıklar | 32.826.874 | 57.461.371 | 76.253.529 | 67.827.367 | 74.160.194 |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar | 11.222.832 | 9.817.204 | 9.182.502 | 9.486.598 | 8.996.927 |
| Kullanım Hakkı Varlıkları | 1.135.056 | 1.198.337 | 15.615.850 | 10.444.910 | 16.376.036 |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı | - | - | 418.672 | - | 784.327 |
| Peşin Ödenmiş Giderler | 2.172 | 133.770 | 19.128 | - | 19.129 |
| TOPLAM VARLIKLAR | 173.697.009 | 225.283.272 | 405.999.940 | 298.735.423 | 433.952.524 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

| KAYNAKLAR | 2019 | 2020 | 2021 | 2021/03 | 2022/03 |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 93.829.961 | 115.430.825 | 169.013.074 | 168.589.837 | 187.362.612 |
| Kısa Vade Banka Kredileri | - | 5.000.000 | 25.000.000 | 20.000.000 | 25.000.000 |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 13.416.779 | 18.318.833 | 49.347.888 | 21.117.431 | 55.552.743 |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar | 951.122 | 824.504 | 5.277.267 | 2.559.390 | 5.636.315 |
| Ticari Borçlar | 78.315.094 | 84.131.210 | 82.930.061 | 117.068.480 | 91.122.261 |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar | 632.993 | 975.581 | 2.384.222 | 2.590.061 | 3.946.418 |
| Diğer Borçlar | 198.909 | 568.001 | 1.611.116 | 1.893.114 | 2.340.384 |
| Ertelenmiş Gelirler | - | 4.512.135 | 1.269.656 | - | 795.790 |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü | - | 315.615 | - | 2.278.101 | 1.329.372 |
| Kısa Vadeli Karşılıklar | 315.064 | 784.946 | 1.192.864 | 1.083.260 | 1.639.329 |
| UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER | 62.964.159 | 69.390.202 | 78.050.848 | 83.082.159 | 85.124.372 |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar | 60.803.510 | 65.375.735 | 62.081.855 | 70.936.508 | 67.014.672 |
| Kiralama İşlemlerinden Borçlar | 310.532 | 529.843 | 11.020.473 | 8.087.572 | 11.683.294 |
| Uzun Vadeli Karşılıklar | 1.207.480 | 2.873.052 | 4.948.520 | 3.887.446 | 6.426.406 |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü | 642.637 | 611.572 | - | 170.633 | - |
| ÖZKAYNAKLAR | 16.902.889 | 40.462.245 | 158.936.018 | 47.063.427 | 161.465.540 |
| Ödenmiş Sermaye | 70.000 | 70.000 | 150.000.000 | 70.000 | 150.000.000 |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş | | | | | |
| Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler | 27.374 | 27.374 | 27.374 | 27.374 | 27.374 |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler | 463.896 | 473.546 | 473.546 | 473.546 | 473.546 |
| Geçmiş Yıllar Karları | 10.012.516 | 16.331.969 | 2.360.962 | 39.891.325 | 8.435.098 |
| Net Dönem Karı | 6.329.103 | 23.559.356 | 6.074.136 | 6.601.182 | 2.529.522 |
| TOPLAM KAYNAKLAR | 173.697.009 | 225.283.272 | 405.999.940 | 298.735.423 | 433.952.524 |

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Yapı Kredi Yatırım Koroplast'ın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Koroplast'ın özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Şirket'in 2022 ilk çeyrek itibarıyla son 12 aylık net karı, 2021 yılı son çeyreğinde artan kurlar sonrasında döviz cinsi ticari ve finansal borçlarının yeniden değerlemelerine bağlı kur farkı giderleri sebebiyle azalış göstermiştir. Buna karşılık kur artışlarının ürün satış fiyatlarına yansımalarının gecikmeli olarak gerçekleşiyor olması ve kura bağlı fiyatlamaya sahip stokun değerlemeye tabi tutulmaması net karın finansal giderlerin etkisi ile azalış göstermesi sonucunu doğurmuştur. Şirketin uzun vade operasyonel karlılığını yansıtmayan bu net karın Fiyat/Kazanç çarpan analizinde kullanılması sonucu yapılacak bir değerlendirme sağlıklı bir sonuç vermeyecektir. Bu nedenle Fiyat/Kazanç çarpan analizine Piyasa Çarpanları analizinde yer verilmemiştir.
- Piyasa Çarpanları Analizi kapsamında Firma Değeri/FAVÖK analizi kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları analizinde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları baz alınmıştır.
- Şirket'in 31.03.2022 tarihinde sona eren son 12 aya ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar("FAVÖK") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/FAVÖK ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Sonraki adımda 31.03.2022 tarihli net borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in firma değeri Yabancı FD/FAVÖK çarpanı ve Yerli FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerinin ortalaması alınarak Şirket'in FD/FAVÖK çarpan analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 30 Mayıs 2022 kapanış itibarıyla "Bloomberg" ve "Rasyonet" platformundan elde edilmiştir.
- FD/FAVÖK çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 31.03.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

• **Yerli Benzer Şirketler Çarpan Analizi**

Çarpan değeri belirlenirken, şirketlerin medyan değeri baz alınmıştır. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, FD/FAVÖK çarpanı medyanı 8,9x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Şirketin firma değeri ve özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

| Yerli Benzer Sektör Çarpanları | FD/FAVÖK |
|---------------------------------------|-----------------|
| Bak Ambalaj | 9,0 |
| Gediz Ambalaj | 8,8 |
| Sekuro Plastik | 6,7 |
| Işık Plastik | 11,4 |
| Medyan | 8,9 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

| Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri | | |
|--|---------------|-------------|
| Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK | | 8,9x |
| FAVÖK | mİn TL | 109,00 |
| Şirket Değeri | mİn TL | 971 |
| Net Borç | mİn TL | 151 |
| Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | mİn TL | 820 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

• **Yabancı Benzer Şirketler Çarpan Analizi**

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,3x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Şirketin firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

| Yabancı Benzer Şirketler | FD/FAVÖK |
|------------------------------|-------------|
| Berry Global | 8,1 |
| Reynolds Consumer Production | 13,9 |
| CCL Industries | 10,3 |
| Sealed Air | 10,7 |
| Winpak | 8,7 |
| Pactiv | 10,1 |
| Sarantis | 11,10 |
| Medyan | 10,3 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

| Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri | | |
|---|---------------|------------|
| Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK | | 10,3x |
| FAVÖK | mİn TL | 109,00 |
| Şirket Değeri | mİn TL | 1.119 |
| Net Borç | mİn TL | 151 |
| Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | mİn TL | 968 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

| FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri (mİn TL) | Değerleme (mİn TL) | Ağırlık | Toplam |
|--|--------------------|---------|--------------|
| Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | 968 | 50% | 484 |
| Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | 821 | 50% | 411 |
| FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | | | 894,5 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket gelirleri için çöp torbası, saklama ürünleri, temizlik ürünleri, sepet ürünler ve diğer ürünler olmak üzere 5 ana grupta projeksiyon hazırlanmıştır. Çöp torbası ürün grubu satış miktarı ton cinsinden 2018-2021 yılları arasında yıllık bileşik %8,4 oranında büyümüştür. Türkiye'deki çöp torbası kullanımı penetrasyonun 2021 yılı itibarıyla %55 seviyesinde olması, sektörün büyüme potansiyelini göstermektedir. Bununla birlikte ihtiyatlılık gereği ton cinsinden satış miktarı artışının 2022-2026 yılları arasında %7,4 BYBO olacağı öngörülmüştür.
- Saklama ürün grubu satış miktarı ton cinsinden 2018-2021 yılları arasında yıllık bileşik %9,0 oranında büyümüştür. Ülkemizde Kurban Bayramı'nda saklama ürünlerine olan yüksek talep sebebiyle penetrasyon (buzdolabı poşeti segmentinde) %66 seviyesindedir. Geçmişte yaşanan hızlı büyüme oranlarında ihtiyatlı tahminler hazırlanmıştır. Saklama ürünleri ton cinsinden satış miktarı artışının 2022-2026 yılları arasında %5,0 BYBO olacağı öngörülmüştür.
- Pişirme ürün grubu satış miktarı ton cinsinden 2018-2021 yılları arasında yıllık bileşik %19,6 oranında büyümüştür. Türkiye'de pişirme ürünü penetrasyonunun %51,6 seviyesinde olması,

sektörün büyüme potansiyelini göstermektedir. Bununla birlikte ihtiyatlılık gereği pişirme ürün grubu ton cinsinden satış miktarı artışının 2022-2026 yılları arasında %9,6 BYBO olacağı öngörülmüştür.

- Temizlik ürünleri grubu Şirket'in 2020 yılında başlattığı bir ürün grubu olup, en hızlı büyüyen segmenttir.2020-2021 periyodunda ilgili ürün grubunda satışlar %46 oranında artış göstermiştir. Şirket'le yapılan görüşmelerde büyümenin artarak devam edeceği öngörülmüş olup, 2022 yılında satış miktarının ton cinsinden %65 oranında artacağı öngörülmüştür.2023-2026 periyodunda ton cinsinden satış miktarı artışının %12,5 BYBO olacağı öngörülmüştür.
- Sepet ve diğer ürün grubunun içeriğinin farklı ürün gruplarından oluşması sebebiyle doğrudan ciro projeksiyonuna hazırlanmış olup, reel satışların 2022 yılında yarıya düşeceği, 2023-2026 periyodunda %7,2 BYBO ile büyüyeceği öngörülmüştür. Reel satış miktarlarına enflasyon uygulanarak ilgili yıllardaki sepet ve diğer ürün grubu ciroları hesaplanmıştır.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderleri projeksiyonu hazırlanırken 2021 yılı Genel Yönetim Giderleri ve Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri baz alınmıştır. Genel yönetim giderleri alt kalemlerinden; personel gideri 2022 yılında 2021 yılına göre artan personel sayısı ve artan birim maliyetler gözetilerek projekte edilmiş, izleyen yıllarda enflasyon oranında arttırılmıştır. Sigorta giderlerinin hasılat artışı kadar artacağı varsayılmıştır. Geri kalan gider kalemlerinin enflasyon kadar artacağı varsayılmıştır. Satış, pazarlama ve dağıtım giderleri alt kalemlerinden; Personel giderinin 2022 yılında enflasyon olarak %50,54 ve bunun üzerinde satış miktarı artışı kadar artacağı, izleyen yıllarda TL enflasyon ve satış miktarı artışı kadar artacağı varsayılmıştır. Diğer giderlerden bir seferlik giderler arındırılmış; kalan kısım enflasyon oranında bir artışa tabi tutulmuştur. Yukarıdakiler dışında kalan satış, pazarlama ve dağıtım gideri kalemlerinin hasılat oranını koruyacağı varsayılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** Ticari alacak çevrim süresi 2021 yıl sonu itibarıyla 116 gün olarak hesaplanmış olup, 2022 yılı ilk çeyreğinde gerçekleşen artış göz önünde bulundurularak 2022 yılı için 150 gün kabul edilmiş, izleyen yıllarda azalarak 2026 yılında 140 güne düşeceği varsayılmıştır.2019 ve 2020 yıllarında 70 gün seviyelerinde olan stok çevrim süresi 2021 yıl sonunda artan fiyatlarla stoka giren malların ve yıl içerisinde görece düşük kur seviyelerinden gerçekleştirilen satışların etkisiyle 100 gün seviyesine çıkmıştır.2022 yılından itibaren ticari borca denk bir stok yönetimi yapılacağı varsayılarak, 2022 ilk çeyrek sonu ticari borç çevrim süresi olan 118 gün stok çevrim süresi olarak kabul edilmiştir. Ticari borç çevrim süresi 2022 ilk çeyrek itibarıyla 118 gün olarak hesaplanmış olup, 2022 ve izleyen yıllarda ticari borç çevrim süresini koruyacağı varsayılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Kapasite artışı yatırımları kapsamında Şirket tarafından paylaşılan yatırım hedefleri baz alınmıştır;
 - 2022 ve 2023 yıllarında ikiye bölünecek şekilde 2,0 mn € ekstrüzyon yatırımı 530.000 € çöp torbası domates kesim tipi ekipmanı yatırımı, 375.000 € saklama ürünleri kesim ekipmanı yatırımı,100.000 € saklama ürünleri paketleme ekipmanı yatırımı,
 - 2023 yılında 578.000 € büzgülü çöp torbası kesim ekipmanı yatırımı,
 - 2024 yılında 530.000 € domates tipi çöp torbası kesim ekipmanı yatırımı,
 - 2025 yılında 100.000 € saklama ürünleri paketleme ekipmanı yatırımı.

Yenileme yatırımları kapsamında, Şirket'in 2022 yılından itibaren hasılatın %2,0'si kadar yenileme yatırımı yapacağı varsayılmıştır. Ayrıca 2022 yılından itibaren yaklaşık 0,5 mn € Sağlık, Çevre ve Güvenlik yatırımı ve 0,5 mn € IT yatırımı yapılacağı varsayılmıştır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye 10 yıllık devlet tahvili getirisi tahmini yapılmış olup, 2022-2025 periyodunda yıllar içinde sırasıyla %22,5, %21,8, %18,4 ve %15,9 olacağı varsayılmıştır.2025 sonrasında risksiz getiri oranının %15,9 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır.
 - **Hisse Senedi risk primi:** 2022-2026 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** Yıllar arasında farklı kullanılmış olup %21,4 ve üzeri oran kullanılmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Yıllar arasında farklı kullanılmış olup %17,9 ve üzeri oran kullanılmıştır.
 - **Borç Oranı:** 2021 yıl sonu itibarıyla %46,2 olup Şirket'in karlılığına paralel olarak izleyen yıllarda her yıl %2 azalarak 2026 yılı itibarıyla %38,2'ye düşeceği varsayılmıştır. Uç değer'de kullanılacak Borç/(Borç+Özkaynak) oranında aynı oranda olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmış olup makul karşılamaktayız.
- Sonuçta İNA'dan şirket için toplam değer 976 milyon TL hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50 ve Çarpan Analizine %50 ağırlık verilmiş ve %25 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 4,68 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Sonuç

| Değerleme Yöntemleri Sonuçları | Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Piyasa Değeri Katkısı (TL) |
|---|----------------------|---------|----------------------------|
| İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi | 975.890.402 | 50% | 487.945.201 |
| Piyasa Çarpan Analizi | 894.467.876 | 50% | 447.233.938 |
| Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri | | | 935.179.139 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

| | |
|--|-------------|
| Nominal Sermaye Tutarı | 150.000.000 |
| Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri | 935.179.139 |
| Halka Arz İskonto Oran | 25% |
| Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri | 702.000.000 |
| Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri | 4,68 |

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Koroplast'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Koroplast özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde kullanılan AOSM projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak azaltılmıştır. AOSM'yi azalan trendden kullanması değerlemeyi yukarı yönlü etkilemiştir. 2022 yılı için 23,80% AOSM oranının sabit kalması durumunda Şirket için farklı bir özsermaye değerine ve birim pay değerine ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Uç değer büyüme oranı %5 olarak varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Yapı Kredi Yatırım tarafından Koroplast'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde gıda harici mutfak hızlı tüketim malzemeleri satışı gerçekleştiren Koroplast, halka açık yerli ve yabancı şirketlerle karşılaştırılmıştır. Benzer şirketler seçilirken benzer satışlarında benzer ürünler olmasına dikkat edilmiştir. Çarpan analizinde Şirket'in faaliyetlerine uygun olarak değerlendirilerek söz konusu şirketlerin medyan değeri baz alınmıştır. Çarpan değeri belirlenirken, medyan kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Şirket'in 2022 ilk çeyrek itibarıyla son 12 aylık net karı, 2021 yılı son çeyreğinde artan kurlar sonrasında döviz cinsi ticari ve finansal borçlarının yeniden değerlemelerine bağlı kur farkı giderleri sebebiyle azalış göstermiştir. Buna karşılık kur artışlarının ürün satış fiyatlarına yansımalarının gecikmeli olarak gerçekleşiyor olması ve kura bağlı fiyatlamaya sahip stokun değerlemeye tabi tutulmaması net karın finansal giderlerin etkisi ile azalım göstermesi sonucunu doğurduğu beyan edilmiştir. Şirketin uzun vade operasyonel karlılığını yansıtmayan net karın Fiyat/Kazanç çarpan analizinde kullanılması sonucu yapılacak bir değerlendirme sağlıklı bir sonuç vermeyeceği varsayımı ile değerlendirilmiştir. Fakat şirket borçlanmaya başladığında yeni borçların oluşturacağı (uzun vadede) kur farkları ile F/K seviyesinin önem kazanmaya başlayacağı görüşündeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul karşılamak ile birlikte gösterge olması ve karşılaştırılabilir olması bakımından diğer çarpanlardan elde edilecek değerlere de yer verilmesinin daha makul olacağını değerlendiriyoruz.
- Sonuç olarak Koroplast'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %25 halka arz iskontosu sonrası 4,68 TL pay başı talep toplama fiyatı hesaplanmıştır. Yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmakla birlikte fiyatı makul bulmaktayız.