



İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

26 Ekim 2021



[Signature]
GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Emek Mahallesi Fehriye Yolu
Demirkent Sok. No: 1 34837
Beşiktaş - İSTANBUL

İçindekiler

1. KISALTMALAR	4
2. GİRİŞ	6
3. İŞİN KAPSAMI	7
4. HALKA ARZ GEREKÇESİ.....	10
5. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ.....	11
6. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ	22
7. DEĞERLEME	32
8. DEĞERLEME SONUCU.....	51

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi	11
Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi.....	11
Şekil 3 Global Hacimli Paketleme Sektörü.....	14
Şekil 4 Kıtalar Göre Tutarasal Bigbag İthalatı	15
Şekil 5 En büyük bigbag İthalatçısı 10 Ülke	16
Şekil 6 Ülkelere göre tutarsal bigbag ihracatı.....	16
Şekil 7 Şirket'in Dünya ve Türkiye bigbag ticaretindeki payı.....	18
Şekil 8 Ülkelere Göre Tüfte Halı İthalatı.....	19
Şekil 9 Ülkelere Göre Tüfte Halı İhracatı.....	19
Şekil 10 Ürün Gruplarına Dair Türkiye İhracat Bilgileri.....	20
Şekil 11 Ürün Gruplarına Dair Türkiye İthalat Bilgileri.....	20
Şekil 12 Gelir Tablosu	22
Şekil 13 Ürün Bazında Satış Gelişimi.....	23
Şekil 14 Ürün Bazında Büyümeler	23
Şekil 15 Net Satış ve Brüt Kar Marjı Gelişimi	24
Şekil 16 Karlılık Analizi.....	24
Şekil 17 Bilanço	25
Şekil 18 İşletme Sermayesi.....	27
Şekil 19 Likidite Oranları	28
Şekil 20 Borçluluk.....	28
Şekil 21 Nakit Akış Tablosu	29
Şekil 22 Satışlar ve Marjlar	34
Şekil 23 Net Finansal Borç (30 Haziran 2021 itibarıyla)	34
Şekil 24 Gelir Kırılımı ve Büyüme Projeksiyonları.....	36
Şekil 25 Personel Sayısı.....	37
Şekil 25 Satılan Malın Maliyeti Kırılımı	38
Şekil 26 Diğer Ana Gider Kalemleri.....	38
Şekil 27 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler.....	38
Şekil 28 Projeksiyon Dönemi Marj Gelişimi.....	39
Şekil 29 Net İşletme Sermayesi ve Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonları.....	39
Şekil 30 Yatırım Harcamaları ve Amortisman Giderleri Projeksiyonları.....	40
Şekil 31 Benzer Şirketler Kaldıraçsız Beta Listesi.....	41
Şekil 32 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	42
Şekil 33 İNA Yöntemiyle Hesaplanan İşletme ve Piyasa Değerleri	44
Şekil 34 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları	44
Şekil 35 Yurt İçi Benzer Şirket Verileri.....	45
Şekil 36 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları.....	45
Şekil 37 Yurt Dışı Benzer Şirket Verileri	47
Şekil 38 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları.....	48
Şekil 39 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları.....	48
Şekil 40 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları.....	49
Şekil 41 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	49
Şekil 42 Piyasa Değeri ve Pay Başına Değer Hesaplaması	51

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, Amerikan Doları, USD, \$, ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma, Geliştirme ve Tasarım
Bağımsız Denetim Raporu	Ernst & Young Türkiye tarafından hazırlanan 31 Aralık 2020 tarihli veya Grant Thornton tarafından hazırlanan 30 Haziran 2021 tarihli bağımsız denetim raporları
Bigbag	500 kilogramdan 2000 kilografa kadar yük taşıma kapasitesine sahip, en fazla üç metre küp hacimdeki esnek endüstriyel ambalaj ürünü
Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
Borsa Payı	Borsa İstanbul ve diğer borsalar adına yatırımcılardan tahsil edilen ve sonrasında bu borsalara iletilen lisans ücretlerini
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
Compound	Kalsiyum karbonat (İngilizcesi: Calcium Carbonat) içerikli polietilen ve polipropilen taşıyıcılı katkı maddesi
Covid-19	Koronavirüs salgını 2019
Defter Değeri, DD	Finansal tablolarda yer alan toplam Özkaynak Değeri
Ernst & Young Global	Ernst & Young Global Limited
EY, Ernst & Young Türkiye	Kuzey Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş., Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş., Bey Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.
Eurostat	Avrupa Komisyonu İstatistik Masası (Statistic Division for European Commission)
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FIBC	İngilizcesi Flexible Intermediate Bulk Container olan en fazla iki tona kadar taşıma kapasiteli esnek orta boy endüstriyel dökme ambalaj (bigbag)
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
Garanti Yatırım	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
GES	Güneş Enerji Santrali
Grant Thornton	Grant Thornton Türkiye, Eren Bağımsız Denetim A.Ş.
Halıtabanı	Duvardan duvara halı, banyo tekstili ürünleri ve suni çim halıların üretiminde kullanılan teknik kumaşlar
İNA, İNA Yöntemi	İndirgenmiş Nakit Akımları, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

ISO	İngilizcesi "International Organization for Standardization" olan Uluslararası Standardizasyon Teşkilatı
IT	İngilizce karşılığı "Information Technologies" olan terimin Türkçe karşılığı olan "Bilişim Teknolojileri"
İD , İşletme Değeri, Firma Değeri, Şirket Değeri	Tanımı UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.'da verilen bir işletmedeki toplam özsermaye değerine finansal borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir
İD/Satışlar, İD/NS	İşletme Değeri'nin net satışlara bölünmesiyle bulunan benzer şirket çarpanı
İşbir Sentetik	İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
mn	Milyon
NS, Net Satışlar, Satışlar	Şirket'in indirim ve iskontolar düştükten sonra ulaşılan hasılat tutarını
OECD	İngilizcesi "Organisation for Economic Co-operation and Development" olan ekonomik işbirliği ve kalkınma teşkilatı
PAGEV	Türk Plastik Sanayicileri Araştırma Geliştirme ve Eğitim Vakfı
PD	Piyasa Değeri
PE Film	Polietilen hammaddesi ve diğer katkı maddeleri kullanılarak üretilmiş çok amaçlı film ve ambalaj malzemesi
SMM	Satılan Mal Maliyeti
SNA	Serbest Nakit Akımı
Şirket	İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş.
TL	Türk Lirası
TMS	Türk Muhasebe Standartları
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TÜBİTAK	Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017
UV	Ultraviyole (morötesi) Işımlar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Giriş

Sermaye Piyasası Kurul'unun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracakları değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu İşbir Sentetik'in halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Garanti Yatırım tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, İşbir Sentetik ile Garanti Yatırım arasında 27.01.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

İşin Kapsamı

Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Garanti Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan, Garanti Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartları haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti Yatırım, değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Garanti Yatırım'ın 27 Ocak 2021 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip, 20 yılın üzerinde kurumsal finansman tecrübesine sahip ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 213301) sahibi Garanti Yatırım Kurumsal Finansman Birim Müdürü Anıl Can İpekçi tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabını dikkate almıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor İşbir Sentetik ve Garanti Yatırım arasında 27.01.2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı İşbir Sentetik olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

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

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek İşbir Sentetik paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde Pazar Değeri ile Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden olan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 26 Ekim 2021'dir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup bu bilgilerin güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Tarafınızca İşbir Sentetik ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Garanti Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda Garanti Yatırım'ın herhangi bir sorumluluğu da bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte Garanti Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Garanti Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, EY tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geçirilmiş 2018, 2019, 2020 yılsonu raporlama dönemleri itibarıyla hazırlanan bağımsız denetim raporları ile Grand Thornton tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geçirilmiş 30 Haziran 2021 tarihinde biten 6 aylık dönem için hazırlanan denetim raporuna, CapitalIQ ve Bloomberg veri tabanlarına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında Pazar Yaklaşımını temsilen Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntemler özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir. Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor İşbir Sentetik paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayınlanacaktır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor muhatabı olan İşbir Sentetik'in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayınlanacak olan bu rapor Garanti Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının teyit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları İşbir Sentetik paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından 2017 yılında yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları'nın (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Halka Arz Gerekçesi

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in mevcut pay sahiplerinden İşbir Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 7.590.000 TL nominal değerli 759.000.000 adet, Ali KANTUR'un sahip olduğu 880.000 TL nominal değerli 88.000.000 adet, Necati KÖKLÜ'nün sahip olduğu 880.000 TL nominal değerli 88.000.000 adet, Mustafa ÖZPEHLİVAN'ın sahip 880.000 TL nominal değerli 88.000.000 adet ve İhsan ÖZDEMİR'in sahip olduğu 120.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet paylar olmak üzere, toplam 10.350.000 TL nominal değerli 10.350.000 adet payın halka arz kapsamında satılması sonucunda Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Şirket, sermaye artışı kapsamında ihraç edeceği 15.500.000 TL nominal değerli 1.550.000.000 adet yeni payın ihracı yoluyla elde edeceği halka arz gelirini ağırlıklı olarak Şirket'in faaliyetlerini büyütme ve borçluluğunu azaltmak için kullanmayı planlamaktadır.

Toplamda 25.850.000 TL nominal değerli 2.585.000.000 adet payın halka arz kapsamında satılması planlanmaktadır. Yeterli talep gelmesi durumunda Şirket'in mevcut pay sahiplerinden İşbir Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 5.170.000 TL nominal değerli 517.000.000 adet payın ek satış kapsamında satışı gerçekleştirilecektir. Bu durumda halka arz büyüklüğü 31.020.000 TL nominal değerli 3.102.000.000 adet paya tekabül edecektir.

Halka arz gelirinin, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla verilen aralıklar içerisinde kalınmasına özen gösterilerek, aşağıda yer aldığı şekilde %27,5-%37,5'inin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması, %47,5-52,5'inin kredi borçlarının geri ödenmesi ve %15-%20'sinin yatırımlar kapsamında kullanılması planlanmaktadır.

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %27,5 - %37,5 kadarını işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması için kullanmayı planlamaktadır. Şirket, yeni yatırımlarının devreye girmesi ile, artan pazar talebine cevap verebilmek amacıyla üretimini arttırmayı hedeflemektedir. Şirket halka arzdan elde edilecek gelirlerin bir kısmını işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak için kullanarak, üretim artışı ile birlikte artmasını öngördüğü gelirlerine paralel olarak büyüyen yükümlülüklerini zamanında ve verimli bir şekilde yerine getirmeyi ve pazardaki rekabet gücünü arttırabilmeyi hedeflemektedir.

Şirket, halka arz gelirinin %47,5 - %52,5 oranındaki kısmını, kısa ve uzun vadeli finansal yükümlülüklerinin bir kısmının geri ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır. Finansal kuruluşlara yönelik söz konusu yükümlülüklerin azaltılarak şirketin mali yapısının güçlendirilmesi ve ihtiyaçları çerçevesinde ilerleyen dönemde borçlanma imkanlarından yararlanabilme olanağına kavuşması hedeflenmektedir.

Şirket, halka arz gelirinin %15-%20 oranındaki kısmının ise devam eden veya gelecekte yapılabilecek yatırımların finansmanında kullanılmasını hedeflemektedir. Halka arzdan elde edilecek fonun yatırımlar için ayrılan kısmıyla hem yurt içinde hem de yurt dışında bulunan tesislerdeki üretim kabiliyetlerinin ve/veya üretim kapasitelerinin ve/veya üretim verimliliğinin arttırılmasına yönelik yatırımların finanse edilmesi planlanmaktadır.

Şirket Hakkında Genel Bilgi

Ortaklık Yapısı

Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın;	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	26.03.2021 ¹		25.10.2021 ²	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
İşbir Holding A.Ş.	113.033.257,73	89,73	113.033.257,73	89,73
İşbir Sünger Sanayi A.Ş.	3.027.973,48	2,40	3.027.973,48	2,40
Osman Atay KUZUCUOĞLU	1.648.058,97	1,31	1.648.058,97	1,31
Ali KANTUR	1.644.880,64	1,31	1.644.880,64	1,31
Necati KÖKLÜ	1.628.175,46	1,29	1.628.175,46	1,29
Mustafa ÖZPEHLİVAN	1.568.231,59	1,24	1.568.231,59	1,24
İhsan ÖZDEMİR	242.445,47	0,19	242.445,47	0,19
Diğer	3.172.970,58	2,52	3.172.970,58	2,52
TOPLAM	125.965.993,92	100,00³	125.965.993,92	100,00⁴

Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	26.03.2021 ¹		25.10.2021 ²	
	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
İşbir Sünger Sanayi A.Ş.	10.771.743,38	8,55	10.771.743,38	8,55
İşbir İnşaat ve Gayrimenkul A.Ş.	8.792.426,38	6,98	8.792.426,38	6,98
Diğer	106.401.824,16	84,47	106.401.824,16	84,47
TOPLAM	125.965.993,92	100,00	125.965.993,92	100,00

Kaynak: Şirket, İzahname

¹Söz konusu tarih Şirket'in son olağan genel kurul toplantı tarihini işaret etmektedir. Pay sahipliğine ilişkin bilgiler bu tarihteki olağan genel kurul toplantısı hazır bulunanlar listesinden alınmıştır. ve

²Söz konusu tarih, bu fiyat tespit raporunun tabi olduğu halka arz işlemine ait İzahname'nin imza tarihi itibarıyla son durumu işaret etmektedir. 26 Mart 2021 tarihinden sonra olağan genel kurul toplantısı gerçekleştirilmemiştir

³ Bu oranlarda yer alan kısırlar en yakın rakama yuvarlanmış olup oranlar virgülden sonra iki hane olacak şekilde yazılmıştır. Bu sebeple oranların toplamı %100 etmemektedir.

⁴ Bu oranlarda yer alan kısırlar en yakın rakama yuvarlanmış olup oranlar virgülden sonra iki hane olacak şekilde yazılmıştır. Bu sebeple oranların toplamı %100 etmemektedir.

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

İşbir Sentetik, plastik sektörünün alt sektörlerinden biri olan endüstriyel ambalaj ile teknik tekstil alanlarında faaliyet göstermektedir. Her iki alanda da hammadde olarak polietilen ve polipropilen kullanılmaktadır.

Şirket, endüstriyel ambalaj altında sınıflanan esnek, orta boy, dökme yük konteynerleri (FIBC veya bigbag) ürünlerinin üretim ve satışını yapmaktadır. Bigbag'ler, içerisine doldurulan ürünü, yabancı madde, UV ve neme karşı koruyan, ürünün naklini ve stoklanmasını kolaylaştıran, doldurma ve boşaltma kolaylığının yanı sıra yüksek seviyede kullanım güvenliği sağlayan yüksek mukavemetli esnek ambalajlar olup madencilik, kimya, gıda ve petrokimyevi maddeler sektörlerinde ürün nakliyesi ve depolanması amacıyla kullanılmaktadır.

Şirket teknik tekstil alanında da faaliyet göstermektedir. Şirket halı dokumacılığında kullanılan halıtabanı üretimi yapmakta olup bu alanda yurt içinde üretim yapan az sayıda firmadan bir tanesidir. Üretilen ürünler ağırlıklı olarak (2020 yılı sonu itibariyle %85,8'i; 30 Haziran 2021 sonu itibariyle %76,6'sı) yurt içindeki duvardan duvara halı üreticilerine satılmaktadır.

Şirket entegre tesislerinde, iç tüketimi karşılamak için kurmuş olduğu makinelerde PE Film ve compound üretimi yapmakta ve bu ürünlerin iç tüketimde kullanılmayan kısmını müşterilerine satmaktadır. PE filmler bigbag ürünlerde iç torba olarak kullanılmak üzere üretilmekte olup üretiminde hammadde olarak polietilen kullanılmaktadır. Compound adı verilen ürün ise plastik katkı maddesidir. Polietilen ve polipropilene kalsiyum karbonat eklenmesiyle granül şeklinde üretilmekte ve sadece ambalaj sektöründe değil plastik sektöründe birçok üründe girdi olarak kullanılmaktadır. Bu ürünler kullanıldığı malzemelere mekanik dayanıklılık katmakta ve üretim maliyetlerinde avantaj sağlamaktadır. Ayrıca Şirket 2020 yılında yaşanan COVID-19 pandemisiyle beraber 3 katlı cerrahi maske üretimi ve satışına da başlamıştır.

Şirket'in hammadde olarak kullandığı polipropilenin tedariki yurt içinde Petkim, yurt dışında ise ağırlıklı olarak Sabic, Basel, Sibur, Exxon firmalarından sağlanırken, polietilenin tedariki yurt içinde Petkim, yurt dışında ise ağırlıklı olarak Sabic, Dow, Carmel, Repsol firmalarından sağlanmaktadır.

Şirket halıtabanı üretiminin tamamını Balıkesir'de bulunan tesislerinde yaparken, bigbag üretiminin büyük bir kısmını Türkiye'de, küçük bir kısmını ise Hindistan'da bulunan üretim tesislerinde gerçekleştirmektedir. Şirket doğrudan yaptığı satışlara ek olarak, ihale yoluyla ve yurtdışında bulunan iştirakleri vasıtasıyla da satış yapmaktadır.

Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

1968.... İşbir Sentetik Dokuma Sanayi A.Ş. 5 Ekim 1968 tarihinde Balıkesir merkezli olarak kurulmuştur.

1986..... Türkiye'de ilk halıtabanı üretimini gerçekleştirmiştir.

1993..... Şirket bigbag üretimine başlamıştır.

1996..... Şirket ISO 9000 belgesi almıştır.

1998..... Şirket ana faaliyetlerini bigbag üretimine odaklamıştır.

2004..... İşbir Sentetik ISO 140001 Çevre Yönetim Sistemi belgesini almıştır

2004..... İngiltere'de satış ofisi kurulmuştur.

2005.... Balıkesir Organize Sanayi’de yeni üretim tesisi faaliyete başlamıştır.
2007..... Balıkesir Organize Sanayi’de ikinci bir tesis faaliyete başlamıştır.
2007..... Amerika ve İsrail’de satış ofisleri açılmıştır.
2007..... Şirket ISO 22000 Gıda Güvenliği Yönetim Sistemi belgesi almıştır.
2009..... Almanya satış ofisi faaliyete başlamıştır.
2009..... Compound üretim hattı kurulmuştur.
2017..... ISO 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi belgesi alınmıştır.
2017..... Şirket’in Hindistan’daki iştiraki İşbir Mewar %50 ortaklıkla kurulmuştur.
2018..... Sanayi Bakanlığı Onaylı Ar-Ge Merkezi kurulmuştur.
2020.... İşbir Mewar’ın %49’luk hissesi satın alınarak, İşbir Sentetik payı %99’a çıkarılmıştır.
2020.... İç tüketim ihtiyacını karşılamak üzere 10 MW çatı GES yatırımı gerçekleştirilmiştir.
2020.... 3 katlı medikal maske üretimi için yatırım yapılmıştır.

Şirket’in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri

Bu bölümde yer alan bilgiler ve veriler PAGEV – Türkiye Plastik Sektör İzleme Raporu, The Freedonia Group - World Bulk Packaging Industry Report, Grand View Research - Flexible Intermediate Bulk Container Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product (Type A, Type B, Type C, Type D), By End Use (Food, Chemical), By Region, And Segment Forecasts, 2019 – 2026, Zion Market Research - Global Bulk Bags Market Size, By Type, Share, Industry Applications, Analysis and Forecast, 2018 – 2025 raporlarının yanı sıra Trademap, Eurostat ve TÜİK’ten alınan verilerden derlenmiştir.

Ambalaj Sektörü

Ambalaj sektörü, imalatla kullanılan farklı malzemeler dikkate alındığında, oldukça geniş bir alana yayılmıştır. Plastiğin yanında, ahşap, kağıt, karton gibi malzemelerin de kullanıldığı sektörde, plastik hem sert/katı hali ile hem de esnek hali ile kullanım yeri bulmaktadır.

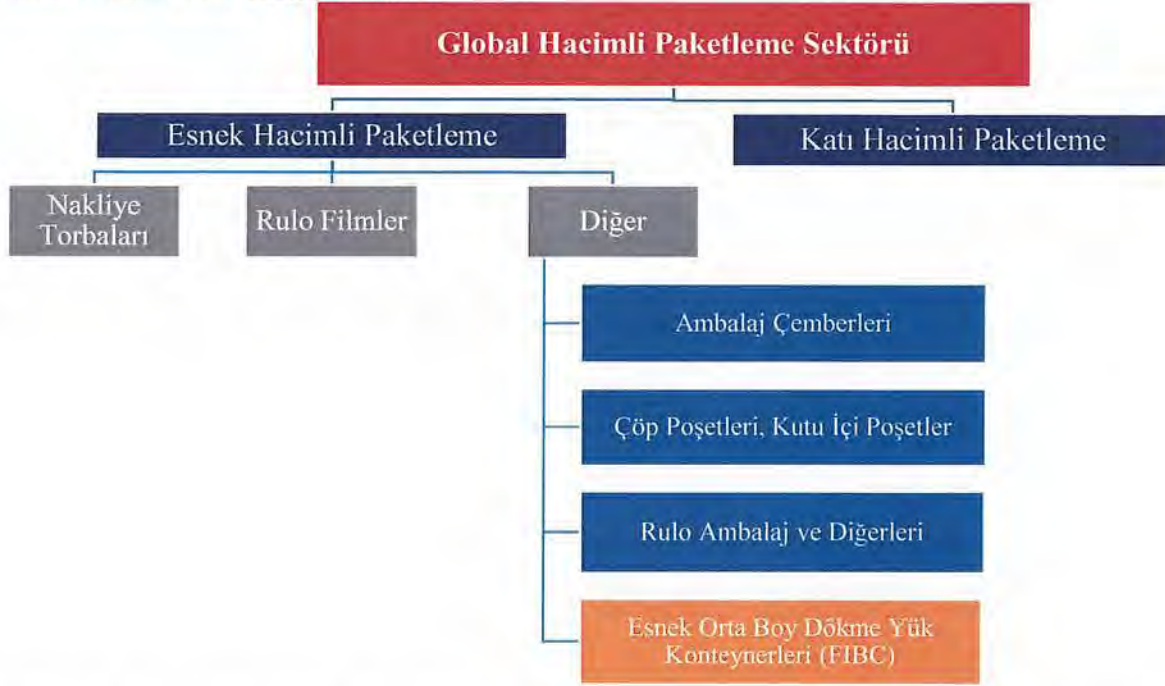
Ambalaj sektörü, geniş kitlelerin bireysel kullanımlarının yanında, ticari faaliyetler ve üretim faaliyetlerinde de şirketler tarafından kullanılmaktadır.

Bireysel kullanıcıların yanında, ticari faaliyet gösteren kurum ve kuruluşların ürettikleri mamullerin nakliyesi sırasında geniş hacimli paketlere ihtiyaç duymaları, geniş hacimli ambalaj üretimini öne çıkarmıştır.

Geniş hacimli paketleme sektörünün alt dalları aşağıdaki gibi sınıflanabilir⁵:

⁵ World Bulk Packaging Industry Report, The Freedonia Group

Şekil 3 Global Hacimli Paketleme Sektörü



Sektörün büyüklüğü ile ilgili farklı kaynaklarda, çeşitli veriler bulunmaktadır. Bu raporlarda, ortak olan görüş, hacimli ambalaj sektörünün büyüme trendinin devam edeceği şeklindedir.

ABD merkezli araştırma ve danışmanlık şirketi Grand View Research’ün hazırladığı “Flexible Intermediate Bulk Container Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product (Type A, Type B, Type C, Type D), By End Use (Food, Chemical), By Region, And Segment Forecasts, 2019 – 2026” raporuna göre 2018 yılında global FIBC sektörünün 4 milyar ABD\$ büyüklüğünde olduğu tahmin edilmekte ve 2019 – 2026 yılları arasında %5,9 bileşik büyüme oranı kaydetmesi beklenmektedir.⁶

Bir diğer ABD’li araştırma şirketi Zion Market Research’ün hazırladığı “Global Bulk Bags Market Size, By Type, Share, Industry Applications, Analysis and Forecast, 2018 - 2025” raporunda ise 2018 yılı global FIBC pazarı büyüklüğünün 4,1 milyar ABD\$ seviyesinde olduğu ifade edilmiştir. 2019 – 2025 yılları arasında bileşik büyüme oranının %7,1 olması ve 2025 yılı sonunda pazar büyüklüğünün 6,6 milyar ABD\$ seviyesine ulaşması beklenmektedir.⁷

FIBC Ürünleri - Global İthalat Verileri

Trademap tarafından derlenen Dünya ticareti verilerinde, Dünya üzerindeki toplam ithalata bakıldığında, 2015 yılından 2019 yılı sonuna kadar ülkelerin FIBC ithalatında tutar bazında düzenli olarak bir artış yaşandığı görülmektedir. Bu dönemde global ticaretin bileşik büyüme oranı %4,6 olarak gerçekleşmiştir.

⁶ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/flexible-intermediate-bulk-container-fibc-market>

⁷ <https://www.globenewswire.com/news-release/2019/01/31/1708041/0/en/Global-Bulk-Bags-Market-Will-Reach-USD-6-6-Billion-By-2025-Zion-Market-Research.html>

Sekil 4 Kıtalar Göre Tutarasal Bigbag İthalatı

Kıtalar Göre FIBC İthalat Verileri						
İthalat	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(Milyon ABD\$)						
Avrupa	878	851	980	1179	1089	1055
Asya	674	652	685	745	784	738
K.Amerika	416	369	425	509	483	449
G.Amerika	29	23	29	38	39	37
Avustralya	56	47	51	60	57	55
Afrika	24	19	24	39	41	32
Dünya	2.077	1.960	2.194	2.569	2.493	2.366

Kaynak: Trademap

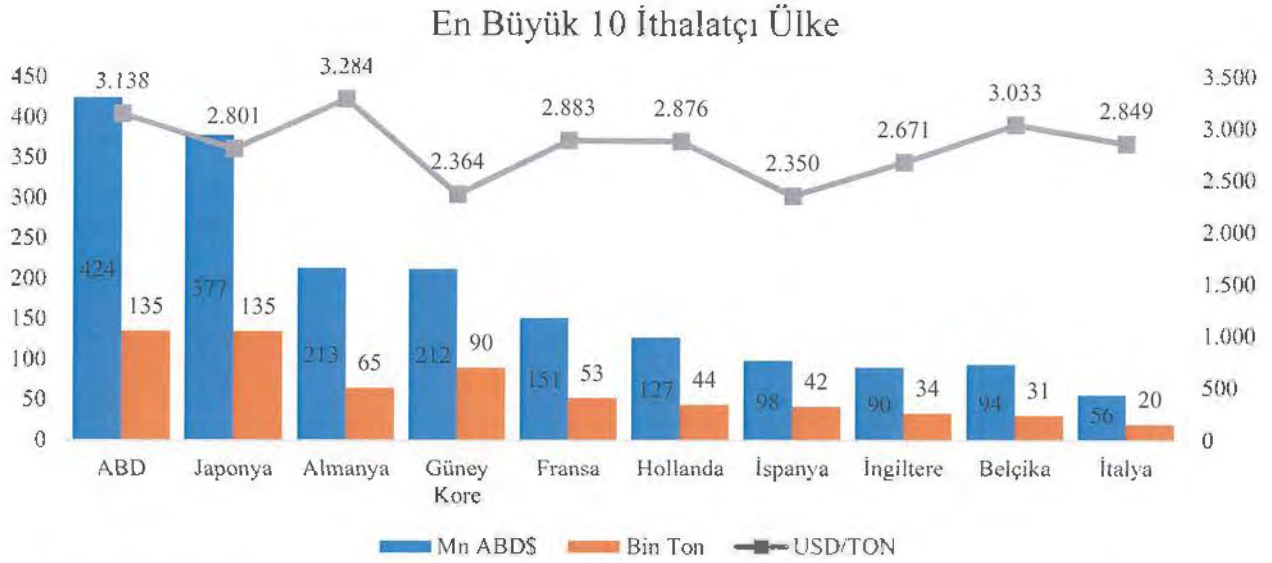
2020 yılı verilerine göre Avrupa, Bigbag ithalatında, toplam ithalatın %44,6'sı ile Dünya ticaretinde en önde gelen bölgedir. Avrupa'yı, Japonya ve Güney Kore'nin de bulunduğu Asya ve ABD ve Kanada gibi yine iki gelişmiş ekonominin bulunduğu Kuzey Amerika takip etmektedir.

Avrupa'da yer alan ülkeler tarafından yapılan ithalatın global toplam ithalata oranı 2015 yılında %42,3 iken, bu oran 2020 yılı itibarıyla %44,6'ya yükselmiş ve Avrupa en büyük ithalatçı konumunu güçlendirmiştir. Öte yandan Asya ülkelerinde gelişen sanayi ile Bigbag üretiminin artması sonucu ithalat ihtiyacı azalmış ve Asya ülkelerinin toplam global ithalat içindeki payı 2015 yılında %32,4 iken 2020 yılında %31,2'ye gelmiştir.

İthalatta en büyük 10 ülke incelendiğinde ise ABD, Japonya, Almanya, Güney Kore, Fransa gibi OECD ülkelerinin ön plana çıktığı görülmektedir. İlk 10 ülkenin global ithalat içindeki payı 2020 yılı itibarıyla %72,5'dir.⁸

⁸ Trademap

Şekil 5 En büyük bigbag İthalatçısı 10 Ülke



⁹ Kaynak: Trademap

Yukarıda yer alan tablo ve grafikten de anlaşılacağı üzere, Kuzey Amerika pazarını ABD'nin, Asya pazarını ise Güney Kore ve Japonya'nın yaptığı ithalatlar büyük ölçüde etkilemekteyken, Avrupa pazarında dağılım daha eşittir. 2020 yılı verilerine göre ABD'nin Kuzey Amerika'da yapılan toplam ithalat içindeki payı %86,9 iken Japonya ve Güney Kore'nin Asya'da yapılan toplam ithalat içindeki payı ise %76,4'tür. Buna karşın Avrupa'nın en büyük ithalatçısı konumundaki Almanya'nın, Avrupa'nın toplam ithalatı içindeki payı %20,9 seviyesindedir.

FIBC Ürünleri - Global İhracat Verileri

Veriler incelendiğinde üretimin önemli maliyet kalemlerinden olan işçilik maliyetlerinin görece düşük olduğu coğrafyalar ihracatta öne çıkmıştır. İhracat yapan ülkeler arasında 2019 yılı verilerine göre ilk üç sırayı Hindistan (asgari ücret bölgeye ve vasa göre aylık 89,2 ABD\$ - 115,4 ABD\$ arasında değişmekte), Çin (asgari ücret aylık 385 ABD\$) ve Vietnam (asgari ücret aylık 192,4 ABD\$) almaktadır. Türkiye ise (aylık asgari ücret 450 ABD\$) dördüncü sıradadır. Çin ve Hindistan Dünya'da 2020 yılında yapılan ihracat toplamının yaklaşık %45'ini gerçekleştirmektedir. Türkiye'nin global ihracattaki payı 2020 yılı verilerine göre %9,1 iken ilk dört ülkenin toplamı %67,5 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 6 Ülkelere göre tutarsal bigbag ihracatı

Ülkelere Göre FIBC İhracat Verileri							
İhracat (Milyon ABD\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Pay %
Hindistan	477	429	548	728	703	628	27,2
Çin	620	552	499	558	501	412	17,8
Vietnam	85	173	204	241	262	308	13,3

⁹ Trademap

Türkiye	215	197	204	213	185	210	9,1
Belçika	25	26	30	37	35	31	1,4
Hollanda	55	56	48	49	70	75	3,3
Almanya	63	58	66	77	66	67	2,9
Bangladeş	37	40	48	66	60	56	2,4
Meksika	45	40	37	40	40	60	2,6
Çek Cumhuriyeti	42	48	45	45	39	40	1,7
Diğer	320	306	368	430	407	421	18,2
Dünya	1.984	1.925	2.098	2.485	2.367	2.310	100

Kaynak: Trademap

Çin’de artan işçilik maliyetlerinin sonucu olarak bigbag üretiminin azalması ve gelişen sanayinin iç tüketimi artırması ile ihracat ve global pazar payında düşüş yaşanmış ve sonucunda yakın coğrafyada bulunan daha ucuz işgücüne sahip Hindistan ve Vietnam global ticarete öne çıkmıştır. Hindistan’ın ve Vietnam’ın ihracatı ve global ticaretteki payı yıllar içinde ciddi artış gösterirken, Türkiye’nin ihracatı yıllar içinde değişiklik gösterse de stabil bir görüntü çizmektedir. Bununla beraber global ticaret hacminin büyümesiyle pazar payında bir miktar gerileme gözükmemektedir. 2015 yılından 2020 yılına kadar global ihracatta, Hindistan’ın pazar payı %24,0’dan %27,2’ye, Vietnam’ın pazar payı %4,3’ten, %13,3’a çıkarken Çin’in pazar payı %31,2’den %17,8’e, Türkiye’nin pazar payı ise %10,8’den %9,1’ye gerilemiştir.

FIBC Sektör Trendleri

Bigbagler sanayi şirketleri tarafından, kolay kullanılabilir olması, kolay istiflenebilir olması dolayısıyla nakliye masraflarının ve maliyetinin düşük olması, çeşitli sektörlerde tekrar kullanılabilmesi ve geri dönüşüm yapılabilmesi dolayısıyla çevreci olması gibi sebeplerle tercih edilmektedir.

ABD’li araştırma şirketi Zion Market Research’ün hazırladığı “Global Bulk Bags Market Size, By Type, Share, Industry Applications, Analysis and Forecast, 2018 – 2025” raporuna göre sektörde büyümeyi etkileyecek faktörler coğrafyalara göre değişiklik göstermektedir. Kuzey Amerika pazarındaki büyümenin kimya ve gıda sektöründeki stabil büyümelere bağlı olarak gelişmesi beklenmektedir. Asya Pasifik pazarında, özellikle Çin ve Hindistan’ın kimya sektöründe hızlı gelişmesiyle önümüzdeki dönemde bigbag talebinin artacağını tahmin edildiği belirtilmiştir.¹⁰ Avrupa pazarında ise paketleme ve taşımacılık sektöründe uygulanacak yasaların pazarın geleceğini etkileyebileceği düşünülmektedir. Bununla beraber ABD’li araştırma ve danışmanlık şirketi Grand View Research’ün hazırladığı “Flexible Intermediate Bulk Container Market Size, Share & Trends Analysis Report By Product (Type A, Type B, Type C, Type D), By End Use (Food, Chemical), By Region, And Segment Forecasts, 2019 – 2026 raporunda, artan yaşlı popülasyon ve kronik hastalar dolayısıyla ilaç sektöründe

¹⁰ <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/flexible-intermediate-bulk-container-fibc-market>

yaşanacak talep artışının, üretim hammaddeleri ticaretinin artmasına ve dolayısıyla FIBC sektörünün hızlı büyümesine katkıda bulunacağı öngörüsüne yer verilmektedir.¹¹

Asya ülkelerindeki FIBC üreticilerinin global ticaretteki payı yıllar geçtikçe hızla artmaktadır. Üretim hatlarının gelecek yıllarda, geçmiş yıllarda olduğu gibi işgücünün ucuz olduğu gelişmekte olan coğrafyalara kayması beklenmektedir. Şirket bu öngörüyle Hindistan'da bir üretim tesisi açmış ve ürünlerinin bir kısmını Hindistan'da üretmeye başlamıştır.

Global Bigbag ithalatı 2015-2020 yılları arasında miktarsal olarak %22,0, tutar olarak %13,9 oranında artmıştır. Tutaral olarak altı yıllık süreçte yıllık bileşik büyüme oranı %2,6 olmuştur. Aynı dönemde Türkiye'nin toplam ihracatı yıllık %0,5 (YBBO) azalırken; İşbir Sentetik tarafından yapılan yurtdışı satışları yıllık %5,3 (YBBO) artarak 2020 yılında 48 milyon ABD doları seviyesine yükselmiştir. Şirket'in 2015'te yaptığı ihracatın Türkiye'nin toplam FIBC ürünleri ihracatı içindeki payı %17,2 seviyesindeyken 2020 yılında bu oran %22,8 olarak gerçekleşmiştir

Şekil 7 Şirket'in Dünya ve Türkiye bigbag ticaretindeki payı

	Dünya İthalatı (Milyon ABD\$)	Türkiye İhracat (Milyon ABD\$)	İşbir İhracat (Milyon ABD\$)	Dünyada Türkiye'nin Payı	Türkiye'de İşbir'in Payı
2015	2.077	215	37	10,3%	17,2%
2016	1.960	197	34	10,0%	17,2%
2017	2.194	204	39	9,3%	19,1%
2018	2.569	213	48	8,3%	22,5%
2019	2.493	185	44	7,4%	23,8%
2020	2.366	210	48	8,8%	22,8%
YBBO	2,6%	-0,5%	5,3%	-3,0%	5,8%

Kaynak: Şirket, Trademap

Teknik Tekstil Sektörü

Şirket teknik tekstil sektöründe sentetik halıtabanı üretimi yapmaktadır. Duvardan duvara halı, halıfleks ve banyo tekstil üreticisi firmalar tarafından üzerine dikim gerçekleştirilen halı tabanı ürününün üretiminde hammadde olarak polipropilen ve çeşitli katkı maddeleri kullanılmaktadır. Polipropilen hammaddesi bigbag üretimine benzer şekilde işlenerek iplik haline getirilmekte sonrasında da dokuma gerçekleştirilerek halıtabanı üretimi yapılmaktadır. Üretilen ürünler ağırlıklı olarak yurt içindeki müşterilere satılmaktadır.

Halıtabanı sektörünün gelişimi Dünya'da tüfte halıya olan talebe bağlı olarak değişmektedir. Tüfte halı sektöründeki ticaret büyüklüğünü incelediğimizde bireylerin alım gücünün yüksek olduğu gelişmiş OECD ülkelerinin ithalatçı konumda olduğu görülmektedir. 2020 yılında en fazla ithalat yapan 10 ülkenin global ithalat içindeki payı 2015 yılında %64,8 iken 2020 yılında %60,6 olarak gerçekleşmiştir. 2015 yılına göre bu ülkelerden İngiltere, Kanada, Avustralya ve

¹¹ <https://www.globenewswire.com/news-release/2019/01/31/1708041/0/en/Global-Bulk-Bags-Market-Will-Reach-USD-6-6-Billion-By-2025-Zion-Market-Research.html>

Hollanda'nın global ithalattaki payları azalırken ABD, Almanya, Japonya, Fransa ve Çekya'nın payları artış göstermiştir.

Şekil 8 Ülkelere Göre Tüfte Halı İthalatı

İthalat (Milyon ABD\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Pay %
ABD	903	892	905	980	857	832	14,3
İngiltere	897	842	820	813	773	611	10,5
Almanya	512	546	565	591	552	517	8,9
Kanada	601	574	580	574	530	443	7,6
Japonya	249	257	259	264	262	242	4,2
Avustralya	270	280	280	285	251	233	4,0
Fransa	199	210	208	220	215	200	3,4
Hollanda	217	202	234	222	197	177	3,0
Suudi Arabistan	164	96	110	123	148	150	2,6
Çekya	126	127	142	144	143	120	2,1
Diğer	2.244	2.287	2.500	2.676	2.663	2.296	39,4
Dünya	6.383	6.312	6.603	6.894	6.590	5.822	100,0

Kaynak: Trademap

Dünya'nın tüfte halı ürün grubundaki en büyük ihracatçısı 2020 yılında %20,7 pay ile Çin'dir. Türkiye %5,3 pay ile Dünya'nın en büyük altıncı ihracatçısı konumundadır. 2020 yılında en fazla ihracat yapan 10 ülke toplam ihracatın %80,0'nini gerçekleştirmişlerdir. Türkiye ve Vietnam ihracatlarını ve global ihracat içindeki paylarını 2015 – 2020 yılları arasında artırırken, ABD ve Belçika'nın toplam ihracat içindeki payı düşüş göstermiştir. Sektörde global ihracatın 2015 – 2020 yılları arasındaki bileşik büyüme hızı %-0,8 iken, Türkiye'nin aynı yıllar arasındaki bileşik büyüme hızı %10,5'dir. Buna bağlı olarak Türkiye'nin global ihracat içindeki payı 2015'te %3,1 iken 2020 yılında %5,3'e ulaşmıştır.

Şekil 9 Ülkelere Göre Tüfte Halı İhracatı

İhracat (Milyon ABD\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Pay %
Çin	1.274	1.280	1.357	1.536	1.417	1.346	20,7
Belçika	1.044	1.012	1.024	1.013	950	780	12,0
Hollanda	796	834	902	992	921	859	13,2
ABD	835	785	788	754	685	529	8,2
Hindistan	522	558	555	563	534	549	8,5
Türkiye	208	225	261	300	354	343	5,3
Almanya	309	321	345	352	324	280	4,3
İngiltere	170	169	174	199	192	156	2,4
Danimarka	111	120	131	150	145	108	1,7
Vietnam	24	24	31	60	144	243	3,7
Diğer	1.472	1.521	1.572	1.601	1.498	1.300	20,0
Dünya	6.765	6.849	7.139	7.520	7.165	6.493	100

Kaynak: Trademap

Türkiye Dış Ticaret Verileri

Şirket, üretimini ve satışını yaptığı Bigbag, halıtabanı, PE Film ve compound mamullerinin TÜİK tarafından yayınlanan 2018-2020 yılları arasındaki ihracat ve ithalat verileri aşağıdaki tablolarda verilmiştir.

Şekil 10 Ürün Gruplarına Dair Türkiye İhracat Bilgileri

İhracat Verileri (Türkiye - Kg) ¹²					
GTİP	GTİP Adı	İşbir Adı	2018	2019	2020 ¹³
63053219	Dökme Maddeler İçin Polietilen/Polipropilen şeritlerden esnek mafzalar, örme veya kroşe hariç	Bigbag	50.434.611	48.372.736	58.802.903
54072019	Polietilen Polipropilen şerit vb.den mensucat, en eşit büyük 3mt.	Halıtabanı	1.077.773	1.773.355	2.339.545
39211900	Diğer plastiklerden gözenekli levha, yaprak, pelikül, levhalar	PE Film	10.470.269	10.648.353	11.827.005
38122090	Kauçuk ve plastikler için plastifiyan diğer bileşikler	Compound	246.562	473.471	146.718
			62.229.215	61.267.915	73.116.171

Kaynak: TÜİK, Şirket

Şekil 11 Ürün Gruplarına Dair Türkiye İthalat Bilgileri

İthalat Verileri (Türkiye - Kg) ¹⁴					
GTİP	GTİP Adı	İşbir Adı	2018	2019	2020 ¹⁵
63053219	Dökme Maddeler İçin Polietilen/Polipropilen şeritlerden esnek mafzalar, örme veya kroşe hariç	Bigbag	172.618	91.723	122.270
54072019	Polietilen Polipropilen şerit vb.den mensucat, en eşit büyük 3mt.	Halıtabanı	1.932.003	2.225.335	4.274.740
39211900	Diğer plastiklerden gözenekli levha, yaprak, pelikül, levhalar	PE Film	4.970.880	4.991.978	6.707.300
38122090	Kauçuk ve plastikler için plastifiyan diğer bileşikler	Compound	8.964.068	8.896.017	8.134.842
			16.039.569	16.205.053	19.239.152

Kaynak: TÜİK, Şirket

¹² TÜİK (<https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/menu.zul>)

¹³ 2020 yılı verileri 01 Mart 2021 tarihinde TÜİK Dış Ticaret İstatistikleri veri tabanından alınmıştır.

¹⁴ TÜİK (<https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/menu.zul>)

¹⁵ 2020 yılı verileri 01 Mart 2021 tarihinde TÜİK Dış Ticaret İstatistikleri veri tabanından alınmıştır

Şirket'in güçlü yanları ve sektördeki/pazardaki avantajları

Şirket'in güçlü yönleri aşağıda belirtilmektedir.

Avrupa Pazarına Yakınlık

Şirket, global ticarete en büyük ithalatçı konumundaki Avrupa'ya yakınlığı ile başta Hindistan olmak üzere tüm Güneydoğu Asya'daki rakiplerine karşı avantajlı bir konumdadır. Şirketin başlıca avantajları arasında hızlı teslimat şansı (karayolu ile 4-6 gün arasında), karayolu teslimatı sayesinde düşük tonajlardaki siparişlerle çalışabilme ve gümrük birliği bulunmaktadır.

Müşteriye Yakınlık

Şirket hem Türkiye'de hem de Hindistan'da bulunan üretim tesislerinde bigbag üretimi yapmakta, bu sayede üretimde oluşabilecek aksaklıkları hızlı bir şekilde çözüme kavuşturabilmekte ve farklı coğrafyalardaki müşterilerine farklı üretim merkezlerinden hizmet sunabilmektedir. Ayrıca Almanya, ABD, İsrail ve İngiltere'de bulunan satış ofisleri sayesinde müşterilerine daha hızlı hizmet sunabilmektedir.

Esnek Üretim Kapiliyeti

Şirket sahip olduğu entegre tesisleri sayesinde ürünlerin hammaddeden son mamul haline gelene kadar üretimdeki tüm süreçleri kendisi yönetmekte böylece müşterilere göre ürünleri şekillendirebilmekte ve müşterilerin ihtiyacına cevap verebilmektedir. Ayrıca Türkiye'deki operasyonu daha az emek gücü ve daha çok makine gücü ile faaliyet gösterirken, Hindistan'da daha emek yoğun bir operasyon sürdürülmekte böylece farklı müşteri kitlelerine yönelik ürünler üretilmektedir.

Şirket'in Sektördeki Tecrübesi, Bilinirliği ve Müşteri Portföyü

Şirket 1986 yılından beri halı tabanı, 1993 yılından beri Bigbag ürünlerinin üretimini yapmaktadır. Şirket geniş ve çeşitli sektörlerden oluşan bir müşteri tabanıyla çalışmaktadır. 2020 yılında yurt içinde 275, yurt dışında ise 129 müşteri ile çalışmış, bugüne kadar toplam 1500'ün üzerinde müşteriye hizmet vermiştir. 30'un üzerinde firma ile 20 yılı, 50'nin üzerinde firma ile 10 yılı aşkın süredir düzenli olarak çalışılmaktadır.

Şirket'in sektördeki/pazardaki dezavantajları

Şirket'in dezavantajları aşağıda belirtilmektedir.

Yüksek İşçilik Maliyetleri

Ülkemizde, Güneydoğu Asya ülkelerine göre nispeten yüksek kalan işçilik maliyetleri üretim maliyetlerinin artmasına neden olmakta ve her ne kadar Şirket, işçiliğin ucuz olduğu Hindistan'da üretim tesisi açmış olsa da global rekabetteki gücünü etkilemektedir. Geçmiş yıllarda olduğu gibi gelecekte de global ticarete işçilik maliyetlerinin düşük olduğu coğrafyaların öne çıkacağı düşünülmektedir.

Hammaddede Dışa Bağımlılık

Şirket hammadde olarak petrol bazlı polietilen ve polipropilen kullanmaktadır. Türkiye petrolde dışa bağımlı olduğundan Şirket de hammadde konusunda dolaylı olarak dışa bağımlı durumdadır. Şirket, global ihracatçı ülkelerden Hindistan ve Çin'in petrol çıkarıp işleyebilmesi dolayısıyla bu ülkelerde bulunan şirketlere karşı dezavantajlı konumdadır.

Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in 2018 2019 ve 2020 yılları için EY tarafından, 2021 ilk 6 aylık dönemi içinse Grant Thornton tarafından hazırlanan TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 12 Gelir Tablosu

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Hasılat	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177
Satışların maliyeti (-)	(302.073.237)	(383.542.211)	(401.139.133)	(201.552.655)	(345.363.800)
Brüt kar	126.300.405	115.629.210	194.946.615	65.939.862	125.044.377
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	(830.347)	(37.544)	(1.755.982)	(569.327)	(2.583.063)
Genel yönetim giderleri (-)	(16.335.520)	(23.035.771)	(25.789.892)	(11.081.990)	(26.149.959)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(12.221.779)	(12.466.785)	(14.906.005)	(3.452.112)	(7.999.152)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	78.139.469	44.576.132	71.881.139	48.388.051	66.422.727
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(73.313.242)	(46.160.966)	(38.459.274)	(14.864.633)	(29.436.313)
Esas faaliyet karı	101.738.986	78.504.276	185.916.601	84.359.851	125.298.617
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	517.540	312.791	155.639	-	411.142
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından (zararlarından) paylar	(3.506.851)	(1.698.389)	(4.925.437)	(1.451.950)	-
Finansman gelirleri/(giderleri) öncesi faaliyet karı	98.749.675	77.118.678	181.146.803	82.907.901	125.709.759
Finansman gelirleri	53.743.218	42.606.812	99.796.379	8.610.725	34.409.316
Finansman giderleri (-)	(115.050.832)	(77.616.900)	(179.869.717)	(60.851.800)	(85.497.960)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	37.442.061	42.108.590	101.073.465	30.666.826	74.621.115
Sürdürülen faaliyetler vergi gelir/gideri	(2.855.788)	(6.103.687)	(21.348.770)	(1.099.365)	(20.539.345)
- Dönem vergi gideri	(6.424.448)	(5.173.896)	(20.537.037)	-	(18.244.228)
-Ertelenmiş vergi gideri	3.568.661	(929.790)	(691.733)	(1.099.365)	(2.295.117)
Dönem karı	34.586.274	36.004.904	79.844.695	29.567.461	54.081.770

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

İşbir Sentetik firmasının 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 itibarıyla sona eren finansal yıllar ile 30 Haziran 2021'de sona eren 6 aylık döneme ait ana kategoriler itibarı ile satışlarının gelişimi ile büyümeleri aşağıdaki tablolarda verilmektedir.

Sekil 13 Ürün Bazında Satış Gelişimi

Ürün Çeşidine Göre Satışlar (TL)					
Grup	2018	2019	2020	2020/06	2021/06
Bigbag	330.278.397	377.502.569	492.095.093	222.013.792	374.480.720
Halıtabanı	63.341.709	84.136.503	61.382.158	23.300.526	68.536.068
Compound	11.340.666	7.358.979	7.356.544	3.862.766	3.310.572
PE Film	14.357.093	18.036.950	19.369.575	8.968.702	14.390.901
Diğer	9.055.777	12.136.420	15.882.378	9.346.731	9.689.916
Toplam	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Sekil 14 Ürün Bazında Büyümeler

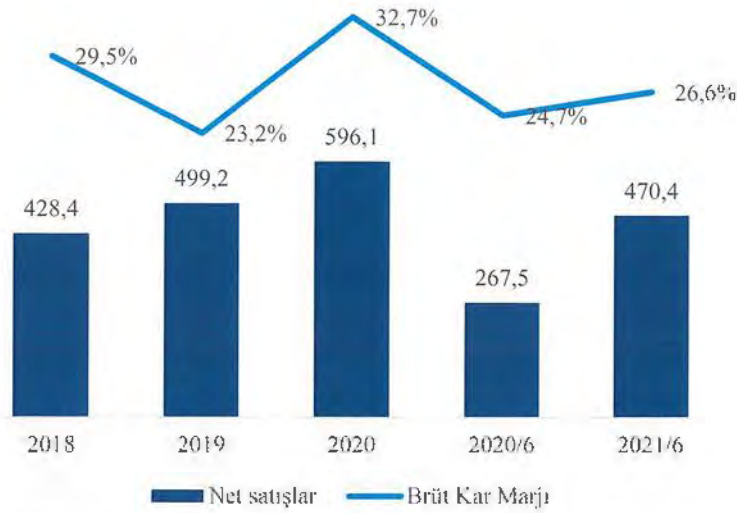
TL	2019 Büyüme%	2020 Büyüme%	2021 6 Ay Büyüme%
Bigbag	14,3%	30,4%	68,7%
Halıtabanı	32,8%	-27,0%	194,1%
Compound	-35,1%	0,0%	-14,3%
PE Film	25,6%	7,4%	60,5%
Diğer	34,0%	30,9%	3,7%
Net Satışlar	16,5%	19,4%	75,9%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere İşbir Sentetik'in net satışlarının en büyük kısmını bigbag satışları oluşturmaktadır. 31.12.2020 tarihinde sona eren finansal dönem itibarı ile bigbag satışlarından gelen hasılatın toplam hasılatı oranı %82,6'ya kadar yükselmiş, 30 Haziran 2021 ile biten 6 aylık dönemde ise %79,6 olmuştur. 31.12.2019 tarihinde sona eren finansal dönem ve 31.12.2020'de sona eren finansal dönem net satış miktarları karşılaştırıldığında net satışların %19,4 oranında arttığı görülürken, 2021 yılının ilk 6 ayında ise 2020 yılının ilk 6 ayına göre %75,9 arttığı görülmektedir.

Şirket'in net satışlarındaki artışa paralel olarak brüt karında da artış gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt karı 31 Aralık 2019'da sona eren yılda 115.629.210 TL iken, %69 artış ile 31 Aralık 2020 yılında 194.946.615 TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde, brüt kar marjı, %23,2'den %32,7'ye yükselmiştir. Şirket'in brüt karı 2020 yılının ilk 6 ayında 65.939.862 TL iken 2021 yılının ilk 6 ayında 125.044.377 TL olmuştur. Aynı dönemler için brüt kar marjı sırasıyla %24,7 ve %26,6 seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Şekil 15 Net Satış ve Brüt Kar Marjı Gelişimi



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 ile 30 Haziran 2021'de sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet karlılık analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan FAVÖK verileri bağımsız denetim raporlarında year alan nakit akım tablosundaki "Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler" kalemi bakiyelerinin Esas Faaliyet Karı'na eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Şekil 16 Karlılık Analizi

TL	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Net satışlar	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177
Brüt Kar	126.300.405	115.629.210	194.946.615	65.939.862	125.044.377
Brüt Kar Marjı	29,50%	23,20%	32,70%	24,65%	26,58%
Esas faaliyet karı	101.738.986	78.504.276	185.916.601	84.359.851	125.298.617
Faaliyet Kar Marjı	23,80%	15,70%	31,20%	31,54%	26,64%
FAVÖK	107.888.132	86.231.713	195.684.368	88.673.142	134.514.073
FAVÖK Kar Marjı	25,20%	17,30%	32,80%	33,15%	28,60%
Net Kar	34.586.274	36.004.904	79.844.695	29.567.461	54.081.770
Net Kar Marjı	8,10%	7,20%	13,40%	11,05%	11,50%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 2019 ve 2020 yılları için EY tarafından, 2021 ilk 6 aylık dönemi içinse Grant Thornton tarafından hazırlanan TMS/IFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre hazırlanan Şirket'in 2018 2019 ve 2020 yılları için EY tarafından, 2021 ilk 6 aylık dönemi içinse Grant Thornton tarafından hazırlanan TMS/IFRS

kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre bilançosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 17 Bilanço

TL / Konsolide	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
VARLIKLAR				
Dönen varlıklar	290.384.173	368.338.657	604.441.670	766.742.587
Nakit ve nakit benzerleri	23.218.110	39.833.058	135.977.617	144.236.590
Finansal yatırımlar	11.198.624	61.763.566	70.814.632	82.953.985
- Kullanım kısıtlı banka bakiyeleri	11.198.624	61.763.566	70.814.632	82.953.985
Ticari alacaklar	137.369.496	136.914.258	188.870.731	271.897.617
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	3.746.396	1.230.959	9.659.033	5.684.646
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	133.623.100	135.683.299	179.211.698	266.212.971
Diğer alacaklar	4.604.346	19.372.786	14.808.510	12.057.576
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	415.000	16.748.722	-	-
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	4.189.346	2.624.064	14.808.510	12.057.576
Stoklar	94.905.286	91.335.661	163.808.068	215.879.451
Peşin ödenmiş giderler	1.756.972	3.891.152	2.817.600	9.406.031
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	488.271	7.425	-
Diğer dönen varlıklar	17.331.339	14.739.905	27.337.087	30.311.337
Duran varlıklar	182.299.100	236.344.440	228.137.148	252.237.425
Finansal yatırımlar	17.419.619	67.735.515	-	-
Diğer alacaklar	10.397.944	10.969.872	-	-
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	10.397.944	10.969.872	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.004.794	3.004.794	-	-
Maddi duran varlıklar	149.410.347	141.667.451	186.266.086	188.596.068
Kullanım hakkı varlıkları	-	5.572.959	20.057.754	40.107.479
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.922.123	7.210.198	20.868.063	22.872.430
-Diğer Maddi olmayan duran varlıklar	1.922.123	7.210.198	13.279.568	15.283.935
-Şerefiye	-	-	7.588.495	7.588.495
Diğer duran varlıklar	144.273	183.651	945.245	661.448
TOPLAM VARLIKLAR	472.683.273	604.683.097	832.578.818	1.018.980.012
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
KAYNAKLAR				
Kısa vadeli yükümlülükler	297.343.072	318.289.251	475.311.373	574.897.242
Kısa vadeli borçlanmalar	142.137.918	183.638.858	285.781.610	350.171.628

Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	29.541.058	34.545.603	85.602.320	104.949.785
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	1.409.374	1.518.997	5.390.942	8.970.716
Ticari borçlar	100.158.521	85.938.265	72.206.775	77.388.915
- İlişkili taraflara ticari borçlar	4.807.665	6.424.547	507.233	507.231
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	95.350.856	79.513.718	71.699.542	76.881.684
Türev araçlar	9.679.613	320.172	2.503.313	919.940
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	4.821.920	3.636.313	6.303.871	4.535.470
Diğer borçlar	123.540	213.938	343.003	4.763.334
- İlişkili taraflara diğer borçlar	-	82.865	195.845	4.747.874
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	123.540	131.073	147.158	15.460
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	1.357.989	825.697	1.101.472	4.635.698
Dönem karı vergi yükümlülüğü	3.442.065	224.187	10.467.173	14.548.108
Kısa vadeli karşılıklar	4.117.714	6.752.200	4.656.293	2.748.103
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	4.117.714	6.752.200	4.656.293	2.748.103
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	553.360	675.021	954.601	1.265.545
Uzun vadeli yükümlülükler	35.921.956	67.402.122	139.299.020	180.957.989
Uzun vadeli borçlanmalar	27.753.112	54.684.577	119.018.461	142.493.183
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4.346.185	3.604.503	12.667.389	26.667.097
Uzun vadeli karşılıklar	3.026.416	4.995.120	6.124.268	8.074.639
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	3.026.416	4.995.120	6.124.268	8.074.639
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	796.243	4.117.922	1.488.902	3.723.070
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	333.265.028	385.691.373	614.610.393	755.855.231
Özkaynaklar	139.418.245	218.991.724	217.968.425	263.124.781
Ödenmiş sermaye	125.965.994	125.965.994	125.965.994	125.965.994
Sermaye düzeltme farkları	3.613.416	3.613.416	3.613.416	3.613.416
Paylara ilişkin primler	32.009.155	32.009.155	32.009.155	32.009.155
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(9.279.866)	-	-	-
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	39.457.734	86.864.864	31.986.883	33.192.906
- Maddi duran varlık değer artış fonu	42.468.210	42.468.210	35.708.516	37.708.516
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları/kayıpları	(3.010.476)	(3.533.484)	(3.721.633)	(3.965.425)

- Gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan kazanç (kayıplar)	-	47.930.138	-	-
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	(12.806.748)	(14.541.647)	(18.259.715)	(21.902.697)
- Yabancı para çevrim farkı	(13.029.428)	(14.712.978)	(18.259.715)	(21.902.697)
- Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların diğer kapsamlı gelirlerinden sınıflandırılacak paylar	222.680	171.331	-	-
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	5.927.389	6.300.434	7.484.844	11.445.096
Geçmiş yıllar karları	(80.055.103)	(57.225.396)	(44.556.003)	24.839.985
Net dönem karı	34.586.274	36.004.904	79.844.695	54.055.597
Kontrol gücü olmayan paylar			(120.844)	(94.671)
TOPLAM KAYNAKLAR	472.683.273	604.683.097	832.578.818	1.018.980.012

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

İşletme Sermayesi

Şirket'in 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 30 Haziran 2021 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerde aşağıdaki tabloda verilen net işletme sermayesi pozitifdir.

Sekil 18 İşletme Sermayesi

TL	2018	2019	2020	2021/6*
(+) Ticari Alacaklar	137.369.496	136.914.258	188.870.731	271.897.617
(+) Diğer Alacaklar	4.604.346	19.372.786	14.808.510	12.057.576
(+) Stoklar	94.905.286	91.335.661	163.808.068	215.879.451
(+) Peşin Ödenmiş Giderler	1.756.972	3.891.152	2.817.600	9.406.031
(+) Cari Dönem Vergisiyle İlgili Giderler	-	488.271	7.425	-
(+) Diğer Dönen Varlıklar	17.331.339	14.739.905	27.337.087	30.311.337
(-) Ticari Borçlar	100.158.521	85.938.265	72.206.775	77.388.915
(-) Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	4.821.920	3.636.313	6.303.871	4.535.470
(-) Diğer borçlar	123.540	213.938	343.003	4.763.334
(-) Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	1.357.989	825.697	1.101.472	4.635.698
(-) Türev araçlar	9.679.613	320.172	2.503.313	919.940
(-) Dönem karı vergi yükümlülüğü	3.442.065	224.187	10.467.173	14.548.108
(-) Kısa vadeli karşılıklar	4.117.714	6.752.200	4.656.293	2.748.103
(-) Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	553.360	675.021	954.601	1.265.545

Net İşletme Sermayesi	131.712.717	168.156.240	299.112.920	428.746.899
Hasılat	428.373.642	499.171.421	596.085.748	799.001.408
Net İşletme Sermayesi / Hasılat	30,70%	33,70%	50,20%	53,66%

*2021 6 ay hesaplamaları için son 12 ay hasılat tutarı kullanılmıştır.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Likidite ve Borçluluk

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 ile 30 Haziran 2021'de sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet likidite analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar EY ve Grant Thornton tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporlarında verilen konsolide bilançodaki ilgili kalemler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Görüldüğü üzere şirketin cari oranı son 3 senede 0,98'in altına düşmemiştir. Ayrıca nakit oran gelişiminde görüldüğü üzere Şirket'in herhangi bir nakit sıkıntısı bulunmamaktadır.

Sekil 19 Likidite Oranları

	2018	2019	2020	2021/6
Cari oran (Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,98	1,16	1,27	1,33
Nakit oran (Nakit ve Nakit Benzeri/ Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,12	0,32	0,44	0,40

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31 Aralık 2018, 2019 ve 2020 ile 30 Haziran 2021'de sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet borçluluk analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar EY ve Grant Thornton tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporlarında verilen bilançodaki ilgili kalemler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır.

Sekil 20 Borçluluk

TL	2018	2019	2020	2021/6
Banka Kredileri	188.023.028	264.381.474	490.402.391	597.614.596
Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	5.755.559	5.123.500	18.058.331	35.637.813
Factoring İşlemlerinden Borçlar	11.409.060	8.487.564	-	-
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	34.416.734	101.596.624	206.792.249	227.190.575
Net Finansal Borç	170.770.913	176.395.914	301.668.473	406.061.834
Toplam Özkaynaklar	139.418.245	218.991.724	217.968.425	263.124.781
Toplam Varlıklar	472.683.273	604.683.097	832.578.818	755.855.231
FAVÖK	107.888.132	86.231.713	195.684.368	134.514.073
Net Borç/Özkaynak oranı	1,22x	0,81x	1,38x	1,54x
Net Borç/Toplam Varlıklar oranı	0,36x	0,29x	0,36x	1,00x
Net Borç/ FAVÖK* oranı	1,58x	2,05x	1,54x	1,68x

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

*Karşılaştırılabilir olması açısından 30.06.2021 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı kullanılmıştır.

Şirket'in EY ve Grant Thornton tarafından TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre hazırlanan nakit akış tablosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 21 Nakit Akış Tablosu

TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI, NET	50.245.264	67.133.210	42.262.946	8.910.406	(54.253.359)
Sürdürülen faaliyetler dönem karı (I)	34.586.274	36.004.904	79.844.695	29.567.461	54.081.769
Dönem net karı (zararı) mutabakatı ile ilgili düzeltmeler (II)	84.395.792	57.870.253	132.002.273	31.369.440	37.343.918
Amortisman giderleri ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler	6.149.146	7.655.517	9.767.766	4.313.291	9.215.456
Değer düşüklüğü / (iptali) ile ilgili düzeltmeler					
- Alacaklarda değer düşüklüğü (iptali) ile ilgili düzeltmeler	(109.812)	652.173	(1.361.634)	588.631	729.991
- Stok değer düşüklüğü ile ilgili düzeltmeler				(1.689.394)	1.267.753
Karşılıklar ile ilgili düzeltmeler					
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar / (iptali) ile ilgili düzeltmeler	1.703.433	1.727.340	1.738.122	460.007	1.479.093
- Dava ve/veya ceza karşılıkları / (iptali) ile ilgili düzeltmeler	1.649.406	5.061.424	2.178.438	1.309.335	(1.300.890)
Kar payı (geliri) / gideri ile ilgili düzeltmeler	-	(20.589)	(155.639)		
Faiz (gelirleri) / giderler ile ilgili düzeltmeler					
- Faiz giderleri ile ilgili düzeltmeler	16.410.350	19.054.457	21.015.284	8.409.038	11.298.612
- Faiz gelirleri ile ilgili düzeltmeler	(3.746.172)	(4.886.123)	(7.124.100)	(2.283.293)	(3.107.077)
- Reeskont gideri / geliri ile ilgili düzenlemeler	(1.239.779)	(741.080)	(764.683)	243.082	(1.194.992)
Gerçekleşmemiş yabancı para çevrim farkları ile ilgili düzeltmeler	67.189.485	12.205.618	78.171.317		
Türev finansal araçların gerçeğe uygun değer kayıpları / (kazançları) ile ilgili düzeltmeler	(9.972.903)	9.359.441	2.183.141	(320.172)	(1.583.373)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların dağıtılmamış karları ile ilgili düzeltmeler	3.506.851	1.698.389	4.925.437	2.162.976	-
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satış zararı, net	-	-	200.054		
Vergi gideri ile ilgili düzeltmeler	2.855.787	6.103.686	21.228.770	18.175.939	20.539.345
İşletme sermayesinde gerçekleşen değişimler (II)	(60.868.833)	(15.022.568)	(154.652.312)	(48.559.070)	(130.749.730)

Ticari alacaklardaki azalışlar / (artışlar) ile ilgili düzeltmeler	(47.493.564)	455.238	(50.153.406)	(44.060.161)	(82.811.583)
Stoklardaki azalışlar / (artışlar) ile ilgili düzeltmeler	(35.753.545)	3.569.625	(55.114.784)	(16.851.948)	(53.339.136)
Ticari borçlardaki artışlar / (azalışlar) ile ilgili düzeltmeler	32.392.187	(14.220.256)	(37.514.942)	34.714.837	9.983.863
Faaliyetlerle ilgili diğer alacaklardaki azalışlar / (artışlar) ile ilgili düzeltmeler	(6.307.049)	(15.340.368)	(4.008.648)	43.913	3.034.736
Faaliyetler ile ilgili diğer borçlardaki artışlar / (azalışlar) ile ilgili düzeltmeler	(825.041)	90.398	3.329.407	716.165	(1.900.099)
Peşin ödenmiş giderlerdeki artış / azalış ile ilgili düzeltmeler	426.974	2.134.179	1.073.552	(18.211.712)	(6.588.431)
Faaliyetlerle ilgili diğer varlıklardaki azalış / (artış) ile ilgili düzeltmeler	(5.909.790)	5.281.663	(12.543.068)	(6.187.818)	559.976
Faaliyetlerle ilgili diğer yükümlülüklerdeki artışlar / (azalışlar) ile ilgili düzeltmeler	2.600.995	3.006.953	279.577	1.277.654	310.944
Faaliyetlerden kaynaklanan nakit akışları (I+II+ I)	58.113.233	78.852.589	57.194.656	12.377.831	(39.324.043)
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar kapsamında yapılan ödemeler	(2.030.621)	(412.396)	(844.160)	(237.309)	(166.148)
Dava karşılıkları kapsamında yapılan ödemeler	(1.648.635)	(2.426.938)	(4.274.345)	(1.068.586)	(607.300)
Ödenen vergiler	(4.188.713)	(8.880.045)	(9.813.205)	(2.161.530)	(14.155.868)
B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI	(25.202.668)	(11.010.750)	(46.329.490)	(377.395)	(27.293.857)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık alımlarından kaynaklanan nakit çıkışları	(12.421.880)	(9.178.418)	(46.194.842)	(6.387.675)	(27.380.630)
Maddi ve maddi olmayan duran varlık satışlarından elde edilen nakit				6.144.928	86.773
İştirakler pay alımı veya sermaye artırımı sebebiyle oluşan nakit çıkışları	(12.780.788)	(1.832.332)	(134.648)	(134.648)	-
C.FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI, NET	(15.105.690)	(37.240.309)	103.813.624	71.791.212	73.090.114
Borçlanmadan kaynaklanan nakit girişleri	470.812.007	418.319.739	538.911.003	381.853.119	323.183.335
Borç ödemelerine ilişkin nakit çıkışları	(468.307.758)	(371.365.029)	(438.670.508)	(287.994.362)	(234.490.238)
Ödenen temettü, net	-	(2.020.791)	(3.583.135)	-	(5.038.640)
Ödenen faiz	(15.277.343)	(20.122.063)	(18.398.970)	(19.959.953)	(1.532.066)
Alınan faiz	3.746.172	4.886.123	7.124.100	2.283.293	3.107.077
Diğer nakit girişleri / (çıkışları) (**)	(2.121.522)	(50.032.637)	(9.287.458)	(4.390.885)	(12.139.354)
İlişkili taraflardan diğer alacaklardaki artış (azalış)	(3.957.246)	(16.905.651)	27.718.592		

D. YABANCI PARA ÇEVİRİM FARKLARININ NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	(3.879.046)	(1.734.899)	(3.838.912)	(5.353.927)	(9.948.655)
Nakit ve nakit benzerlerindeki net artış/(azalış)	6.057.860	17.147.252	95.908.168	74.970.296	(18.405.757)
E. Dönem Başı İtibariyle nakit ve nakit benzerleri	13.111.279	19.169.139	36.316.391	39.833.058	132.224.559
Dönem Sonu itibariyle nakit ve nakit benzerleri	19.169.139	36.316.391	132.224.559	114.803.354	113.818.802

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

İNA yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in stratejik hedefleri ve geçmiş yıllardaki performansı dikkate alınmış ve hem tonaj hem de hasılat bazında rakamlar gözden geçirilmiştir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu

yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve İşbir paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem görecektir olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket’in paylarının halka arz edileceği ve Şirket’in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket’e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları’nın “UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri” başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirilmesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Ek olarak UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.4 uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlendirilmesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanmasına gerek olmadığı belirtilmektedir.

Bu doğrultuda mevcut şartlar dikkate alındığında değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen yöntemlerden Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar İD/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

- İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (Borsa’da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu dikkate değer bulunmuştur.
- Faaliyet gösterilen ambalaj sektöründe şirketlerin duran varlık yatırımları hem tutar olarak hem de zamanlama açısından farklılıklar gösterebilmektedir. Bu durum benzer şirketlerin farklı seviyelerde amortisman giderlerine sahip olmalarına yol açmaktadır. Nakit olmayan amortisman giderlerinin faaliyet karı üzerindeki etkisini dikkate alması sebebiyle İD/FVÖK çarpanı değerlemede tercih edilmemiştir.
- Değerleme çalışması kapsamında incelenen benzer şirketler arasında İşbir gibi ağırlıklı bigbag üreten firmaların yanında, diğer plastik ambalaj çeşitlerini üreten firmalar ve kağıt-karton ambalaj üreten firmalar bulunmaktadır. Aynı alt sektörde faaliyet gösteren

şirketler arasında dahi kar marjları açısından farklılıklar olabilmektedir. Bunun sonucu olarak şirketler belli bir faaliyet karı seviyesine çok farklı hasılat rakamlarıyla ulaşabilmektedir. Bu sebeple İD/Net Satışlar çarpanı değerlemede tercih edilmemiştir.

- Benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkeler ve bu ülkelerdeki vergilendirme esasları farklılıklar göstermektedir. Ayrıca farklı ülkelerdeki farklı şirketler farklı fonlama alternatifleri üzerinden ciddi değişkenlik gösteren finansman koşulları altında operasyonlarına devam etmektedir. Şirketlerin net karları ve dolayısıyla özkaynakları üzerinde doğrudan etkisi olan bu durum, benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları üzerinden karşılaştırılmasını güçleştirmektedir. Bu sebeple F/K ve PD/DD çarpanları değerlemede tercih edilmemiştir.
- İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, esas faaliyet karı (şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kar) ile ilgili dönemde satışlardan esas faaliyet karına ulaşılırken düşülen amortisman ve itfa bedellerinin toplamıdır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

Değerleme Yöntemleri

Değerleme Yöntemleri

A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in 30.06.2021 ve 31.12.2020 tarihli bağımsız denetim raporlarına göre kar marjları aşağıdadır.

Şekil 22 Satışlar ve Marjlar

TL	2018	2019	2020	30.06.2020	30.06.2021
Net Satışlar	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.177
Brüt Kar	126.300.405	115.629.210	194.946.615	65.939.862	125.044.377
Brüt Kar Marjı	%29,5	%23,2	%32,7	24,7%	%26,6
Faaliyet Karı	101.738.986	78.504.276	185.916.601	84.359.851	125.298.617
Faaliyet Kar Marjı	23,8%	%15,7	%31,2	31,5%	%26,6
FAVÖK	107.888.132	86.159.793	195.684.367	88.673.142	134.514.074
FAVÖK Marjı	%25,2	%17,3	%32,8	33,1%	%28,6

Net Finansal Borç Pozisyonu

Şirket'in 30 Haziran 2021 itibarıyla kira yükümlülükleri dahil 633.252.409 TL toplam finansal yükümlülüğü bulunmaktadır. Öte yandan, aynı tarih itibarıyla Şirket 227.190.575 TL nakit ve nakit benzerine sahiptir. Şirket'in net finansal borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

Şekil 23 Net Finansal Borç (30 Haziran 2021 itibarıyla)

	30.06.2021
KV Borçlanmalar	350.171.628

UV Borçlanmaların KV Karşılıkları	104.949.785
KV Kiralama Yükümlülükleri	8.970.716
UV Finansal Borçlar	142.493.183
UV Kiralama Yükümlülükleri	26.667.097
Toplam Finansal Borçlar	633.252.409
Nakit ve Nakit Benzerleri	227.190.575
Net Finansal Borç (Nakit)	406.061.834

Projeksiyonlar

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 2021 yılı ikinci yarısı ile 2025 yılı arasında yaratacağı nakit akımları ve 2025 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Yine bu çalışma kapsamında Şirket'in kendi kayıtları ve ürün segmentleri bazında gelir-gider kırılımları ile bağımsız denetçi raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır.

1- Gelir Tablosu

Şirket gelir tablosu oluşturulurken tüme varım yaklaşımı benimsemiştir. Bu doğrultuda; bigbag, halı tabanı, PE film, compound ve diğer gelir kalemleri Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda farklı büyüme oranları kullanılarak modellenmiştir. Tüm segmentler için Şirket'in üretim kapasitesi ve varsa kapasite artırım planları göz önüne alınarak tonaj bazında büyüme oranları belirlemiştir. Fiyat tarafında ise, 2021 yılı için Şirket'in kalan altı ay için ürün bazında fiyat tahminleri kullanılmıştır. 2022-2025 projeksiyon dönemi boyunca tüm ürün fiyatlarının enflasyon tahminleriyle orantılı olarak artacağı varsayılmıştır.

Şirket'in en büyük gelir kaynağı olan bigbag gelirleri, Türkiye ve Hindistan arasındaki maliyet ve diğer dinamiklerin farklılığından ötürü ayrı ayrı projekte edilmiştir. Türkiye'de üretilip yurtiçinde ve yurtdışında satılan yıllık bigbag adedinin, Şirket'in planlanan ve aşağıda detayı açıklanan yatırımları göz önünde bulundurularak uzun vadeli üretim ve satış hedefleri doğrultusunda 2025 yılında öngördüğü tam kapasite seviyesi olan 30.000 tona kademeli olarak yaklaşacağı ve 2025 yılında 28.041 tona ulaşacağı varsayılmıştır. Hindistan tarafındaysa hem İşbir Sentetik'in Hindistan'da yer alan şirketin %99 sahibi haline gelmesine bağlı olarak yeni pazarlama stratejisi uygulanacak olması, hem de 2020 yılında pandeminin etkisiyle üretimde aksama yaşanması ve bu nedenle satışların 2019 düzeyine göre yalnızca %3 artırılabilmesinin bir sonucu olarak ertelenen talebin etkisi ve pandeminin etkisinin azalması nedeniyle satışlarda artış yaşanması beklentisiyle 2021 yılı satışlarının %92 artacağı varsayılmıştır. 2025 yılı satış hedefi olan 8.000 tona yaklaşarak, 2025 yılında 7.927 tona ulaşacağı öngörülmüştür. Halı tabanı satış hacimlerinde 2020 yılında yaşanan kaybın 2021 yılında geri kazanılarak 5.945 tona ulaşılacağı öngörülmüş, satılan halı tabanı miktarının Şirket'in planları doğrultusunda kademeli bir şekilde artarak 2025 yılında 8.424 ton olacağı varsayılmıştır. Şirket'in hayata geçirdiği yeni hatların üretime başlamasıyla birlikte PE film tarafındaki satış adetlerinin yüksek ivme ile büyüyeceği öngörülmüştür. 2021 yılı için %10 olan tonaj büyüme oranının kademeli olarak azalacağı ve 2025 yılında %6'ya düşeceği varsayılmıştır. Son yıllarda plastik poşetlere olan talebin azalması sonrası compound satışlarında düşüş yaşayan Şirket'in satış adetlerinin bu duruma paralel olarak projeksiyon dönemi boyunca her yıl son 3 yıllık (2019-2021) ortalama olan %31 oranında azalacağı ve 2025 yılında 309 ton olacağı öngörülmüştür. Diğer gelirlerin

ise 2021 yılında yine adet bazında son 3 yıllık (2019-2021) ortalama olan %8 ile büyüyeceği varsayılmıştır.

Sekil 24 Gelir Kırılımı ve Büyüme Projeksiyonları

TL	2018	2019	2020	30.06.2020	30.06.2021
Net Satışlar	428.373.642	499.171.421	596.085.748	267.492.517	470.408.178
Net Satışlar Büyüme (%)		17%	19%		76%
Bigbag - Türkiye Üretim	310.183.963	336.636.692	450.173.872	208.356.145	338.568.833
Büyüme %		9%	34%		62%
Bigbag - Hindistan Üretim	20.094.434	40.865.877	41.921.221	13.657.647	35.911.887
Büyüme %		103%	3%		163%
Halı Tabanı	63.341.709	84.136.503	61.382.158	23.300.526	68.536.068
Büyüme %		33%	-27%		194%
PE Film	14.357.093	18.036.950	19.369.575	8.968.702	14.390.901
Büyüme %		26%	7%		60%
Compound	11.340.666	7.358.979	7.356.544	3.862.766	3.310.572
Büyüme %		-35%	0%		-14%
Diğer	9.055.777	12.136.420	15.882.378	9.346.731	9.689.917
Büyüme %		34%	31%		4%

TL	2021	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	989.859.969	1.204.978.019	1.442.206.799	1.697.626.732	1.990.678.402
Net Satışlar Büyüme (%)	66%	22%	20%	18%	17%
Bigbag - Türkiye Üretim	702.034.834	840.373.481	988.167.467	1.141.017.442	1.311.466.662
Büyüme %	56%	20%	18%	15%	15%
Bigbag - Hindistan Üretim	80.622.761	113.879.650	154.847.854	204.228.835	265.905.943
Büyüme %	92%	41%	36%	32%	30%
Halı Tabanı	142.949.214	176.238.608	213.434.624	253.823.724	300.471.158
Büyüme %	133%	23%	21%	19%	18%
PE Film	32.551.611	38.814.357	45.360.494	52.844.033	60.715.616
Büyüme %	68%	19%	17%	16%	15%
Compound	6.670.490	5.228.605	4.025.858	3.043.929	2.290.941
Büyüme %	-9%	-22%	-23%	-24%	-25%
Diğer	25.031.059	30.443.318	36.370.501	42.668.769	49.828.082
Büyüme %	58%	22%	19%	17%	17%

Satılan mal maliyeti tarafında, Şirket'in hammadde ve mamul, fason hizmet, bakım onarım, sigorta ve diğer giderleri net satışlara oranlanmıştır. Sadece 2021 yılında ilk 6 ay gerçekleşmeler

üzerine Şirket'in 2021'nin kalan 6 ay için bütçe tahminleri kullanılmış, 2022 yılı içinse her maliyet kaleminin 2018-2021 dönemindeki net satışlara oranının ortalaması kullanılmıştır. Bulunan bu ortalamaların bakım onarım, sigorta ve diğer giderler için projeksiyon dönemi boyunca sabit olacağı varsayılmıştır. Hammadde ve mamul tarafında, 2020 yılında %44,7 olan net satışlara oran, 2021 ilk altı aylık dönemde %54,8 seviyesine yükselmiş ve mevcut gerçekleştirmeler ve fiyat seviyeleri dikkate alındığında 2021 yılında %54,1 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Şirket'in düzenli olarak yaptığı maliyet düşürücü ve verim artırıcı geliştirme çalışmaları ile planlanan makine yatırımlarının etkisi dikkate alınmış, hammadde mamul maliyetinin net satışlara oranının 2025 yılına kadar 2018-2021 yıllarının ortalaması olan %50,1 olacağı öngörülmüştür. (Geliştirme çalışmalarının katkılarına "3- Yatırım Harcamaları ve Amortisman" bölümünde yer verilmiştir.) Fason hizmet giderinin net satışlara oranının ise 2021 yılında %10,9 olacağı, sonrasında ise 2025 yılı itibarıyla %13,7 seviyesine ulaşacağı öngörülmüştür.

Personel giderleri modellenirken, Şirket'in 2018 ve 2021 yıllarındaki ortalama mavi yaka ve beyaz yaka personel sayıları ve yine aynı senelerdeki mavi yaka ve beyaz yaka personel maliyetleri kullanılarak, her iki segment için ortalama maaşlar hesaplanmıştır. Sonrasında ise üretim faaliyetlerinde görevli olan mavi ve beyaz yaka personellerin maliyetleri SMM altında takip edilmiştir. Bu sebeple SMM altında takip edilen personel giderlerinde 2021 ve 2022 yıllarında yüksek artış görülmekte, buna karşılık genel yönetim giderleri altında takip edilen personel giderlerinde 2022 ve sonrasında kapsayan dönemde kısıtlı bir büyüme görülmektedir. Bu gösterimsel bir fark olup, toplam personel gideri açısından bir fark yaratmamaktadır. Ayrıca hem mavi hem de beyaz yaka personeli için ortalama maaşların projeksiyon dönemi boyunca enflasyon oranıyla artacağı varsayılmıştır. Son olarak Şirket'in mavi yakalı personel sayısının yaklaşık olarak yıllık %5, beyaz yaka üretim personeli sayısının yaklaşık olarak yıllık %10, pazarlama personeli sayısının yaklaşık olarak yıllık %2 ve yönetim personelinin yıllık yaklaşık olarak %2 artacağı varsayılmıştır.

Sekil 25 Personel Sayısı

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Personel Sayısı (Kişi)	494	498	492	483	510
Değişim (%)		1%	-1%	-2%	6%

Enerji giderleri modellenirken, Şirket'in 2020 yılında ve 2021 ilk 6 aylık dönemde Türkiye'de ve Hindistan'da tükettiği elektrik miktarı, üretilen bigbag ve halı tabanı ton adetleri ve her iki ülkedeki 2020 yılı ve 2021 ilk 6 ayında gerçekleşen toplam elektrik giderleri kullanılarak, Şirket'in her iki ülkedeki ton başına elektrik maliyeti ve 1 MWh başına ödediği elektrik fiyatı hesaplanmıştır. Sonrasında ise projeksiyon dönemi boyunca senelik elektrik ihtiyacı belirlenmiştir. Türkiye'deki elektrik ihtiyacının bir kısmının kısa süre önce devreye giren ve yıllık tahmini 12,5 GWh elektrik üretim kapasitesi olan çatı GES sistemi tarafından karşılanacağı varsayılmıştır. Son olarak her iki ülke için MWh başına elektrik maliyetinin ABD\$ enflasyon oranı ile artacağı öngörülmüş ve her yıl için satılan ürün adedi ve ilgili ülkedeki birim elektrik maliyeti kullanılarak enerji giderleri hesaplanmıştır.

Sekil 26 Satılan Malın Maliyeti Kırılımı

TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fason Hizmet Bedeli	82.198.572	108.224.799	157.828.564	191.785.310	229.146.421	272.684.024
Personel Gideri	15.949.265	18.454.370	43.031.721	50.327.195	57.470.349	64.898.417
Hammadde ve Ticari Mal Bedeli	266.700.817	535.224.834	603.401.192	722.195.167	850.098.489	996.846.168
Enerji Gideri	20.562.611	21.484.394	22.088.260	25.290.365	28.913.407	33.025.183
Bakım Onarım Gideri	3.303.367	4.141.410	6.168.968	7.383.477	8.691.117	10.191.415
Sigorta Gideri	1.861.396	3.064.738	3.906.409	4.675.479	5.503.523	6.453.565
Diğer Giderler	3.440.217	2.727.847	6.415.742	7.678.834	9.038.783	10.599.096
Amortisman ve İtfa Payları	7.122.888	14.702.371	30.153.577	29.579.844	29.007.596	27.809.147
Toplam Satılan Mal Maliyeti	401.139.133	708.024.763	872.994.433	1.038.915.670	1.217.869.685	1.422.507.015
Büyüme		77%	23%	19%	17%	17%

Şirket'in AR-GE giderleri, satış pazarlama dağıtım giderleri ve genel yönetim giderleri modellenirken bu giderler içerisindeki personel ve amortisman giderleri ayıklanmış ve kalan kalemlerin net satışlara oranı 2018-2021 yılları için hesaplanmıştır. Genel yönetim giderlerinin 2018-2021 yılları ortalaması hesaplanırken, 2019 yılındaki yüksek dava giderleri 2018 ve 2020 yılı dava giderlerinin o seneki cirolara oranlarının ortalaması alınarak normalleştirilmiştir. AR-GE giderleri, satış pazarlama giderleri ve genel yönetim giderlerinin net satışlara oranlarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Sekil 27 Diğer Ana Gider Kalemleri

TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025
AR-GE Giderleri	1.755.982	5.146.017	4.977.642	6.836.064	8.964.981	11.354.633
Satış Pazarlama ve Dağıtım Giderleri	14.906.005	15.924.033	26.840.892	31.421.425	36.264.105	41.702.484
Genel Yönetim Giderleri	25.789.892	47.132.089	41.872.758	48.846.438	56.094.314	64.180.497

Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler ağırlıkla kur-vade farklarından ve Şirket'in kur riskinden korunmak amaçlı yaptığı türev işlemlerden kaynaklanmaktadır. Bu kategorideki kalemlerin her birinin 2018-2020 yılları ve 30 Haziran 2021 itibariyle net satışlara oranı incelenmiş ve toplamda gelir giderler mahsuplaştıktan sonra net satışlara oranının 2018 yılında %1,1, 2019 yılında %-0,3, 2020 yılında %5,6 ve 30 Haziran 2021 itibariyle %7,9 olduğu görülmüştür (30 Haziran 2020 oranı %12,7'dir). Projeksiyon dönemi boyunca esas faaliyetlerden diğer (net) gelirlerin satışlara oranının, 2018-2021 ortalaması olan %3,2 olacağı varsayılmıştır.

Sekil 28 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler

TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025
----	------	------	------	------	------	------

Esas Faaliyetlerden						
Diğer Gelirler (Net)	33.421.865	64.886.414	39.126.356	30.844.166	36.306.778	42.574.211

Şirket'in satışlarının projeksiyon dönemi boyunca hem adetsel hem de tutarsal olarak artacağı öngörülmektedir. Ölçek ekonomisinden faydalanan, sürekli olarak maliyet düşürücü ve verimlilik artırıcı geliştirme yatırımları yapan Şirket'in önümüzdeki dönemde kar marjlarını koruması beklenmektedir.

Sekil 29 Projeksiyon Dönemi Marj Gelişimi

TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Satışlar	596.085.748	989.859.969	1.204.978.019	1.442.206.799	1.697.626.732	1.990.678.402
Brüt Kar	194.946.615	281.835.206	331.983.586	403.291.129	479.757.047	568.171.387
Brüt Kar Marjı	32,7%	28,5%	27,6%	28,0%	28,3%	28,5%
Faaliyet Karı	185.916.601	278.519.481	297.418.649	347.031.368	414.740.425	493.507.985
Faaliyet Kar Marjı	31,2%	28,1%	24,7%	24,1%	24,4%	24,8%
FAVÖK	195.684.367	296.865.430	333.630.385	384.935.829	454.719.031	535.224.655
FAVÖK Marjı	32,8%	30,0%	27,7%	26,7%	26,8%	26,9%

Değerleme çalışması kapsamında enflasyon oranının Garanti Yatırım Araştırma Birimi'nin tahminleri doğrultusunda 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 yılları için sırasıyla, %17,0, %13,0, %11,0, %9,0 ve %8,5 olacağı varsayılmıştır.

2- Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi modellenirken, işletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket'in 2018-2021 yılları arasındaki gün sayıları hesaplanmıştır. Bu yıllar için ortalama gün sayıları kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi kalemlerinin tutarları hesaplanarak, Şirket'in işletme sermayesi bulunmuştur.. Şirket'in net işletme sermayesinin net satışlara oranı 2018, 2019, 2020 ve 30 Haziran 2021 dönemlerinde sırasıyla %30,7 , %33,7, %50,2 ve %91.1 olmuştur. 30 Haziran 2021 döneminde özellikle COVID-19 pandemisi sebebiyle artan net işletme sermayesinin, normalleşme sürecine paralel olarak 2018-2020 seviyelerine geri döneceği tahmin edilmektedir. Bu kapsamda projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesinin net satışlara oranının yaklaşık %40 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Sekil 30 Net İşletme Sermayesi ve Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonları

TL	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Nihai Dönem
Net Satışlar	499.171.421	596.085.748	989.859.969	1.204.978.019	1.442.206.799	1.697.626.732	1.990.678.402	2.090.212.322
Net İşletme Sermayesi	168.156.240	299.112.920	457.342.919	486.105.878	586.185.932	689.795.993	808.643.393	849.075.563
Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar	33,7%	50,2%	46,2%	40,3%	40,6%	40,6%	40,6%	40,6%

Net İşletme Sermayesi Değişim	130.956.680	158.229.999	28.762.958	100.080.054	103.610.062	118.847.399	40.432.170
-------------------------------	-------------	-------------	------------	-------------	-------------	-------------	------------

3- Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket faaliyetlerinin akışı içerisinde hem maddi hem de maddi olmayan duran varlık yatırımı yapmaktadır. Maddi duran varlık yatırımları büyük oranda makine ve teçhizat, kısıtlı olarak da demirbaş ve ofis malzemelerinden oluşmaktadır. Şirket'in mevcut maddi duran varlıklarının her birinin kalan faydalı ömürleri uyarınca amortize olmaya devam edeceği varsayılmıştır. Şirket, 30 Haziran 2021 dönemi itibarıyla 24.5 milyon TL yatırım yapmıştır ve 2021 yılını toplam 32 milyon TL ilave yatırım ile tamamlamayı planlamaktadır. Bununla birlikte Şirket 2022 yılı içerisinde yaklaşık 6 milyon Euro değerinde kapasite artırımı yatırımı yapmayı planlamaktadır. Bu tutarın %70'i ile bigbag, %18'i ile halı tabanı, kalanı ile de PE film üretim kapasitelerinin artırılması planlanmaktadır. PE film tarafında yapılacak yeni yatırım, var olan 3 katlı blown filmden farklı olarak 7 katlı blown film makinesi olarak planlanmakta ve bu, Şirket için yeni bir ürün ve yeni bir pazar anlamına gelmektedir. Bu planlanan yatırımlar, 2022 yılı tahmini ortalama EUR/TL kuru ile TL'ye dönülmüş ve yaklaşık 71 milyon TL tutarlı bu yatırımlar 5 senelik faydalı ömür üzerinden amortizasyona tabi tutulmuştur. Şirket'in sınırlı boyuttaki idame yatırımları da hesaba katılmış ve projeksiyon dönemi boyunca cironun %0,25'i kadar ilave bir idame yatırım yapılacağı varsayılmıştır.

Maddi olmayan duran varlık yatırımlarının tamamı, aktifleştirilen ve 5 yıllık faydalı ömür üzerinden amortizasyona tabi tutulan geliştirme giderlerinden oluşmaktadır. Şirket üretim hattındaki makinelerin modernize edilmesine yönelik geliştirme çalışmaları yapmakta, bu sayede üretim sürecinin belirli adımlarında verimlilik artışı ve maliyet azaltımı gibi avantajlar sağlamaktadır. Örnek vermek gerekirse, bigbag üretim hattında yer alan ve baca üretimi yapan manuel makinenin yerini alması için geliştirilen otomatik baca makinesi 2020 yılı içerisinde tamamlanmıştır. Baca üretiminin otomasyonu sayesinde üretim sürecinde oluşan fireler kg bazında %50 azalmış, ayrıca sürecin makine kontrolüne geçmesi sonucu üretim hızı artmış ve baca üretiminin işgücü maliyeti %75 azalmıştır. Bir diğer geliştirme çalışması kapsamında üretim hattındaki panel makinası modernize edilmiştir. Panel üretiminin otomasyonu sayesinde panel üretim sürecinde oluşan fireler %41 azalırken, işgücü maliyeti ise %45 düşmüştür. Projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in geliştirme projelerine devam edeceği ve somut avantajlar elde ettiği bu geliştirme yatırımlarını TL bazda her sene %15 artıracığı varsayılmıştır. Öncelikli olarak otomatik dikim makinaları ve iç torba üretim makinaları üzerinde yapacağı geliştirmeler sayesinde Şirket'in hem hammadde kullanımının hem de işgücü maliyetinin azalmaya devam edeceği, bu sayede projeksiyon dönemi boyunca karlılığın artacağı öngörülmektedir.

Sekil 31 Yatırım Harcamaları ve Amortisman Giderleri Projeksiyonları

TL	2021	2022	2023	2024	2025
MDV Yatırımları					
İlave Yatırımlar	32.031.040	70.916.160	-	-	-
İdame Yatırımlar	2.474.650	2.998.779	3.564.372	4.181.024	4.854.563
MODV Yatırımları					
AR-GE Yatırımları	6.348.513	7.300.790	8.395.908	9.655.295	11.103.589

Toplam Yatırımlar	40.854.203	81.215.729	11.960.280	13.836.319	15.958.152
Mevcut Varlıkların Amortisman Giderleri	18.345.949	11.795.016	11.087.457	10.381.729	8.903.736
İlave MDV Amortisman Giderleri		20.589.440	20.589.440	20.589.440	20.589.440
İdame MDV Amortisman Giderleri		1.094.686	1.807.560	2.643.765	3.614.678
AR-GE Amortisman Giderleri		2.729.860	4.409.042	6.340.101	8.560.819
Toplam Amortisman Gideri	18.345.949	36.209.003	37.893.499	39.955.036	41.668.673

4- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır.

2021 yılı risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvilinin (TRT131130T14) 25 Ekim 2021 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %20,33 olarak dikkate alınmıştır. 2025 yılındaki risksiz getiri oranı için geçmiş 5 yıldaki (08.10.2016-08.10.2021) risksiz getiri oranı ortalaması olan %14,09 dikkate alınmış ve güncel makroekonomik koşullar da göz önünde bulundurularak 5 yıllık projeksiyon dönemi sonunda bu değere lineer olarak yakınsayacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Vergi öncesi borçlanma maliyetinin güncel makroekonomik koşullar ve piyasada kurumsal firmalara fiyatlaması yapılan faiz oranları göz önüne alınarak 2021 yılı için %20 olacağı, sonraki yıllarda ise şirketin güncel borçlanma dinamikleri dikkate alındığında risksiz getiri oranının yaklaşık 100 baz puan (%1) üzerinde olacağı varsayılmıştır ve projeksiyon dönemi boyunca bu varsayım korunmuştur. Vergi oranının, 5520 sayılı Kanuna 7316 sayılı Kanunun 11 inci maddesiyle eklenen geçici 13 üncü madde hükmü uyarınca, 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı varsayılmıştır. Şirket'in borç/özkaynaklar oranı belirlenirken, çarpan analizi için seçilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin borçluluk oranı olan %33,33 kullanılmıştır. (Damodoran tarafından ambalaj sektörü için belirlenen oran %39,58¹⁶'dir.) Kaldıraçsız beta ve borç/özkaynak oranı üzerinden hesaplanan kaldıraçlı beta değeri, Şirket'in efektif vergi oranının projeksiyon dönemi içinde farklı olmasından dolayı değişkenlik göstermektedir. Projeksiyon dönemi sonrasında nihai değer hesabı için kullanılan vergi oranı %20'dir. Beta hesabında, çarpan analizi için seçilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin Capital IQ veri tabanından elde edilen 5 yıllık kaldıraçsız betaları kullanılmıştır. Bu şirketlerin betalarına ve sermaye yapılarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Şekil 32 Benzer Şirketler Kaldıraçsız Beta Listesi

Şirket	Borç/Varlık Oranı	Beta
Olmuksan International Paper Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	28%	0,91
Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.	37%	0,52
Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş.	42%	0,50

¹⁶ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/dbtfundemrg.xls>

Duran Dogan Basim ve Ambalaj Sanayi A.S.	73%	0,32
Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.S.	1%	1,30
Bak Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	47%	0,48
Bantas Bandirma Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	6%	0,90
Özerden Plastik Sanayi ve Ticaret A.S.	62%	0,28
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.S.	54%	0,89
Sinobangla Industries Limited	37%	0,44
Wonlim Corporation	12%	0,67
Sat Industries Limited	25%	0,38
Greif, Inc.	52%	0,61
Shri Jagdamba Polymers Limited	23%	0,65
Winpak Ltd.	1%	0,18
Ortalama	33,3%	0,60

Sekil 33 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

	2021	2022	2023	2024	2025	Nihai Dönem
Risksiz Getiri Oranı	20,33%	18,77%	17,21%	15,65%	14,09%	14,09%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Borç/Özkaynaklar	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%	33,33%
Kaldıraçsız beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Kaldıraçlı beta	0,83	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84
Efektif Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%
Sermaye Maliyeti	24,88%	23,35%	21,84%	20,28%	18,72%	18,72%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	20,00%	19,77%	18,21%	16,65%	15,09%	15,09%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	15,00%	15,22%	14,57%	13,32%	12,07%	12,07%
AOSM	21,59%	20,64%	19,42%	17,96%	16,51%	16,51%

İNA Sonucunda Bulunan Değer

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak:

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı

-Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri baz alınarak, bir çok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir. Nihai dönem büyüme oranı için %5 varsayılmış ve nihai değer hesaplamasında düzenlenmiş veriler kullanılmıştır. Buna göre, nihai dönem yıllık satış ve FAVÖK tutarlarının 2025'e kıyasla nihai dönem

büyümesi olan %5 artacağı ve kurumlar vergisi oranının %20 olacağı varsayılmıştır. Nihai dönem satış tutarı ile Şirket'in projeksiyon dönemi için önceki dönem verileri dikkate alınarak belirlenmiş İşletme Sermayesi/Satışlar oranı olan %40,6 kullanılarak Şirket'in nihai dönem işletme sermayesi hesaplanmıştır. Nihai dönem yatırım tutarı belirlenirken Şirket'in 2021 ve 2022 yıllarında yüksek miktarda kapasite artış yatırımı yapacağı göz önünde bulundurulmuş ve nihai dönem yatırımı, 2022-2025 yıllarındaki ortalama Yatırım/Net Satışlar oranı olan %2,30 üzerinden hesaplanmıştır. Son olarak nihai dönem amortisman giderinin, nihai dönem yatırım tutarına eşit olacağı varsayılmıştır.

Şekil 34 İNA Yöntemiyle Hesaplanan İşletme ve Piyasa Değerleri

TL	2021 Son 6 Ay	2022	2023	2024	2025	Nihai Dönem Değerleri
Net Satışlar	519.451.790	1.204.978.019	1.442.206.799	1.697.626.732	1.990.678.402	2.090.212.322
Yıllık Büyüme		21,7%	19,7%	17,7%	17,3%	5,0%
FVÖK	153.220.863	297.418.649	347.031.368	414.740.425	493.507.985	518.183.384
FVÖK Marjı	29,5%	24,7%	24,1%	24,4%	24,8%	
Vergi Oranı¹⁷	25%	23%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	114.915.647	229.012.360	277.625.094	331.792.340	394.806.388	411.129.471
Amortisman	9.130.493	36.211.736	37.904.462	39.978.606	41.716.670	48.074.049
NIS Değişimi	(28.596.020)	(28.762.958)	(100.080.054)	(103.610.062)	(118.847.399)	(40.432.170)
Yatırım Harcamaları	(36.829.669)	(81.229.395)	(12.001.425)	(13.899.362)	(16.080.285)	(48.074.049)
Serbest Nakit Akımı (sna)	58.620.451	155.231.742	203.448.077	254.261.523	301.595.373	370.697.301
İndirgeme Oranı (AOSM)	21,59%	20,64%	19,42%	17,96%	16,51%	16,51%
İndirgenmiş SNA Değerleri	53.162.836	116.692.003	128.070.353	135.686.757	138.145.518	
İndirgenmiş Değer	571.757.467					
Toplamı						
Terminal Büyüme Oranı	5,00%					
İndirgenmiş Terminal Değer	1.475.854.662					
Firma Değeri	2.047.612.128					
Net Borç Tutarı	406.061.834					
Özsermaye Değeri - 30.06.2021	1.641.550.294					
İtibariyle Değerleme Tarihi İtibariyle	1.07					

¹⁷ 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesinde yapılan değişiklik kapsamında halka açıklık oranının %20 ve üzeri olması durumunda hak kazanılacak %2'lik kurumlar vergisi indirimi, halka arzda, ek satış olmaması durumunda arz sonrası halka açıklık oranı %20'nin altında kalacağından hesaba katılmamıştır.

Özkaynak		
Değerleme		
Faktörü		
Özsermaye		
Değeri -	1.762.716.401	
26.10.2021		
İtibariyle		
1 Kuruş		
Nominal	12.597	milyon adet
Değerli Pay		
Adedi		
1 TL Nominal		
Değerli Pay	13,99	TL
Başına Değer		

Projeksiyon dönemi boyunca değişen AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.06.2021 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 30.06.2021 tarihindeki özsermaye değeri 1.641.550.294 TL olarak hesaplanmıştır. 30.06.2021 itibariyle özsermaye değeri üzerinden %24,88 yıllık büyüme oranı (2021 yılı için hesaplanan özsermaye maliyeti) ile hesaplanan 26.10.2021 tarihindeki özsermaye değeri **1.762.716.401 TL**'dir.

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 11,85 TL, İNA değerlemesi sonucu hesaplanan pay başına fiyat olan 13,99 TL'ye göre %15,3 iskontoludur.

B) Çarpan Analizi Yöntemi

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören yerli ambalaj şirketleri incelenmiştir. Bu şirketler aşağıda verilmektedir.

Sekil 35 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları

Şirket	Açıklama
Olmuksan International Paper	Şirket gıda, e-ticaret ve çeşitli sanayi alanlarında kullanılmak üzere oluklu mukavva ambalaj üretimi yapmaktadır.
Kaplamın Ambalaj	Şirket gıda, tekstil, tarım ve çeşitli sanayi alanlarında kullanılmak üzere oluklu mukavva ambalaj üretimi yapmaktadır.
Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj	Şirket çeşitli sektörlerde kullanılmak üzere oluklu mukavva kutu kağıt ile hurda kağıt üretimi ve satışı alanında faaliyet göstermektedir.
Duran Dogan Basım ve Ambalaj	Şirket gıda, kozmetik, ilaç, ev ürünleri ve diğer çeşitli alanlarda kullanılmak üzere karton ambalaj üretimi yapmaktadır.
Kartonsan Karton	Kartonsan Türkiye'nin lider, Avrupa'nın en büyük 4. kuşeli karton üreticisi firmasıdır. Şirketin ürettiği ürünler gıda, kozmetik, ilaç, reklam-tanıtım sektörlerinde kullanılmaktadır.
Bak Ambalaj	Şirket gıda ve kimyevi ürünler başta olmak üzere çeşitli sektörlerle yönelik baskılı, baskısız, laminasyonlu esnek ambalaj üretimi gerçekleştirmektedir.
Bantas Bandırma Ambalaj	Şirket gıda ve inşaat malzemeleri sektörlerinde kullanılmak üzere teneke kutu üretimi ve metal ofset baskı gerçekleştirmektedir.
Özerden Plastik	Şirket, kutu içi ambalajlama, metal ambalajlama, gıda ambalajı, balonlu film, balonlu torba, yalıtım ambalajı vb birçok ambalaj ürünü üretmektedir.

Sekuro Plastik Ambalaj	Şirket çeşitli endüstrilerde kullanılmak üzere balonlu film, shrink film, polietilen genel ambalaj filmleri, konfeksiyon ürünleri (torba ve tabaka ürünler) ve teknik ürünler üretimi yapmaktadır.
Eminis Ambalaj	Şirket gıda, boya, kimya, kozmetik vb sektörlerde kullanılmak üzere plastik ve metal kutu ambalajlar üretmektedir.
Gediz Ambalaj	Şirket otomotiv, lojistik, demir çelik, beyaz eşya ve diğer çeşitli sektörlerde kullanılmak üzere polipropilen oluklu levha, kutu ve ambalaj üretimi yapmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve KAP

Sekil 36 Yurt İçi Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FVÖK (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	Net Kar (mn TL)	Defter Değeri (mn TL)
Olmuksan International Paper	1.693	1.799	143	116	1.652	99	457
Kaplamın Ambalaj	477	510	40	32	337	18	67
Mondi Tire Kutsan	1.812	2.126	272	228	1.732	177	434
Kagit ve Ambalaj							
Duran Dogan Basım ve Ambalaj	563	783	101	84	395	11	85
Kartonsan Karton	3.690	3.493	255	221	1.130	193	618
Bak Ambalaj	693	742	77	56	675	26	219
Bantas Bandırma Ambalaj	400	327	51	45	193	43	247
Özerden Plastik	153	194	23	18	106	8	26
Sekuro Plastik Ambalaj	262	377	35	26	232	6	109
Eminis Ambalaj	115	119	34	28	77	21	14
Gediz Ambalaj	236	195	61	59	115	39	111

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, denetim raporları, S&P CapitalIQ, Rasyonet ve Bloomberg veri tabanları (25.10.2021 kapanışı itibarıyla)

Yurt Dışı Benzer Şirketler

CapitalIQ veri tabanı üzerinden yapılan incelemeler sonucunda yurtdışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Sekil 37 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları

Şirket	Açıklama
Kanpur Plastipack Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Aynı zamanda gıda, kuruyemiş, gübre ve çimento paketlemede kullanılan baskılı ve baskısız polipropilen dokuma çuval/poşet/ambalaj üretimi de yapmaktadır
TPI India Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Aynı zamanda çeşitli PE/PP ambalaj üretimi de yapmaktadır
Jumbo Bag Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Anti-statik, iletken ve emici/koruyucu jumbo bag üreten firmanın ürünleri toz, pul ve granül şeklinde maddelerin taşınması için özel ürünleri mevcuttur. Aynı zamanda polimer ticareti yapmaktadır.
Emmbi Industries Limited	Şirket polimer bazlı ambalaj üretimi yapmaktadır. Bigbag dışında yanmaya, aşınmaya, kemirgenlere dayanıklı ambalaj üretimi de yapmaktadır. Özellikle tarımda kullanılan ve ekinlerin üzerine örtülerek toprak verimliliğini ve kalitesini muhafaza ederken, haşere, zararlı bitki ve hastalıklara karşı koruma sağlayan ürünleri vardır.

RDB Rasayans Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Aynı zamanda çeşitli PP ambalaj üretimi de yapmaktadır.
Polyspin Exports Limited	Şirket bigbag ve diğer ambalaj ürünlerinin üretimini ve ihracatını yapmaktadır. Kağıt ambalaj ve pamuk iplik üretimi de mevcuttur.
Khan Brothers PP Woven Bag Industries Ltd	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Yüksek/düşük yoğunluklu polietilen ambalaj ve çok katmanlı kraft kağıtları da üreten firmanın ürünleri gıda, gübre, kimya, ilaç ve tekstil gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır
Sinobangla Industries Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Firmanın ürünleri gıda, gübre, kimya, ilaç ve tekstil gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır
SMVD Poly Pack Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Polipropilen ve yüksek yoğunluklu polietilen ambalaj ve çok katmanlı kraft kağıtları da üreten firmanın ürünleri gıda, gübre, çimento, seramik paketlenmede kullanılmaktadır.
Shree Tirupati Balajee FIBC Limited	Şirket bigbag ve diğer ambalaj ürünlerinin üretimini ve ihracatını yapmaktadır. Polipropilen ve yüksek yoğunluklu polietilen ambalaj ve çok katmanlı kraft kağıtları da üreten firmanın ürünleri gıda, gübre, çimento ve inşaat malzemeleri paketlenmede kullanılmaktadır.
Wonlim Corporation	Şirket ağırlıklı bigbag olmak üzere endüstriyel ambalaj ürünleri üretmektedir. Aynı zamanda medikal ürün toptancılığı yapmaktadır.
NK Mulsan CO., LTD.	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. İlaveten PET, PP, PE iplik ve astar üretimi yapıyor
Showa Paxxs Corporation	Şirket hem kağıt hem de polietilen ambalaj ürünleri üretmektedir. Firmanın ürünleri toz ve sıvı formdaki materyallerin ambalajlanmasında kullanılmaktadır.
Flexituff Ventures International Limited	Şirket ağırlıklı bigbag üretmektedir. Aynı zamanda medikal ürün toptancılığı yapmaktadır.
Gujarat Craft Industries Limited	Şirket bigbag ve diğer ambalaj ürünlerinin üretimini ve ihracatını yapmaktadır. Polipropilen ve yüksek yoğunluklu polietilen ambalaj üreten firmanın ürünleri gıda, gübre ve çimento malzemeleri paketlenmede kullanılmaktadır.
Sat Industries Limited	Şirket, bigbag üretiminin yanında paslanmaz çelik hortum/boru üretimi de yapmaktadır. Aynı zamanda e-commerce, tech, digital medya diğer bir çok sektörde yatırımları bulunmaktadır.
Commercial Syn Bags Limited	Şirket bigbag ve diğer ambalaj ürünlerinin üretimini ve ihracatını yapmaktadır. Polipropilen ve yüksek yoğunluklu polietilen ambalajlar da üreten firmanın ürünleri gıda, gübre, inşaat sektörlerinde kullanılmaktadır.
Greif, Inc.	Ağırlıklı olarak sert/dayanıklı ambalaj ürünleri üreten firmanın, kağıt ambalaj ve bigbag üretimi de mevcuttur. Çok geniş bir ürün gamına sahip firmanın ürünleri kimya, gıda/içecek, tarım, ilaç ve başka birçok sektörde kullanılmaktadır.
Miracle Industries Limited	Şirket bigbag ve diğer ambalaj ürünlerinin üretimini ve ihracatını yapmaktadır. Polipropilen ve yüksek yoğunluklu polietilen ambalajlar da üreten firmanın ürünleri gıda, gübre, inşaat sektörlerinde kullanılmaktadır.
Shri Jagdamba Polymers Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Aynı zamanda çeşitli PP ambalaj üretimi de yapmaktadır
Yeakin Polymer Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Yüksek/düşük yoğunluklu polietilen ambalaj da üretimi yapmaktadır.
Stanpacks (India) Limited	Şirket bigbag üretimi ve ihracatı yapmaktadır. Yüksek yoğunluklu polietilen ambalaj ve kraft kağıdı üretimi de yapmaktadır
Takween Advanced Industries	Şirket bigbag dışında içecek üreticileri için çok yönlü şişe/ambalaj üretimi yapmaktadır. Geniş bir ürün gamı olan firmanın ürünleri ev ve kişisel hijyen, medikal, inşaat gibi çok çeşitli alanlarda kullanılmaktadır.

Winpak Ltd.	Şirket esnek hem de dayanıklı ambalaj ürünleri üretmektedir. Saklanması için özel koşullar gereken, et, tavuk, peynir gibi gıda maddeleri ile medikal ürünlerin paketlenmesi için özellikli ürünleri mevcuttur.
-------------	---

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve CapitalIQ veri tabanı

Sekil 38 Yurt Dışı Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FVÖK (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	Net Kar (mn TL)	Değer Değeri (mn TL)
Kanpur Plastipack Limited	625	809	219	73	616	41	184
TPI India Limited	18	44	3	(1)	26	(3)	(35)
Jumbo Bag Limited	16	74	36	20	123	3	36
Emmbi Industries Limited	223	407	111	67	382	13	158
RDB Rasayans Limited	172	151	39	17	127	25	135
Polyspin Exports Limited	98	191	81	30	310	12	55
Khan Brothers PP Woven Bag Industries Ltd	124	122	3	(0)	18	(1)	117
Sinobangla Industries Limited	110	210	14	8	176	3	51
SMVD Poly Pack Limited	10	49	14	9	77	1	25
Shree Tirupati Balajee FIBC Limited	54	101	30	26	132	5	54
Wonlim Corporation	356	458	47	38	567	127	1.014
NK Mulsan CO., LTD.	1.210	1.096	(9)	(16)	280	(34)	477
Showa Paxxs Corporation	652	128	139	83	1.582	77	1.510
Flexituff Ventures International Limited	49	866	229	20	1.143	(15)	156
Gujarat Craft Industries Limited	43	90	54	32	187	5	48
Sat Industries Limited	497	603	77	40	277	20	200
Commercial Syn Bags Limited	229	334	87	45	297	17	92
Greif, Inc.	29.778	54.080	5.909	3.332	43.289	2.785	12.853
Miracle Industries Limited	115	160	1	(7)	13	(6)	98
Shri Jagdamba Polymers Limited	1.195	1.220	119	57	341	59	155
Yeakin Polymer Limited	91	117	4	3	13	(3)	80
Stanpacks (India) Limited	4	24	9	5	44	(1)	2
Takween Advanced Industries	5.053	6.906	117	(63)	1.781	111	1.513
Winpak Ltd.	19.764	16.791	1.656	1.113	8.284	895	9.551

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve CapitalIQ veri tabanı.

Çarpan Analizi

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Ek olarak hesaplamaya dahil edilen şirketlerin İD/FVÖK ve İD/Net Satışlar çarpanları incelenmiş ve aşağıda yer verilmiştir. Çarpanlar

hesaplanırken şirketlerin 25 Ekim 2021 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 30 Haziran 2021 itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır.

Şekil 39 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/Net Satışlar
Olmuksan International Paper	1.693	1.799	12,5x	15,5x	1,1x
Kaplamin Ambalaj	477	510	12,7x	15,9x	1,5x
Mondi Tire Kutsan Kagit ve Ambalaj	1.812	2.126	7,8x	9,3x	1,2x
Duran Doğan Basım ve Ambalaj	563	783	7,8x	9,4x	2,0x
Kartonsan Karton	3.690	3.493	13,7x	15,8x	3,1x
Bak Ambalaj	693	742	9,6x	13,1x	1,1x
Bantaş Bandırma Ambalaj	400	327	6,4x	7,3x	1,7x
Özerden Plastik	153	194	8,4x	10,5x	1,8x
Sekuro Plastik Ambalaj	262	377	10,8x	14,8x	1,6x
Eminiş Ambalaj	115	119	3,5x	4,2x	1,5x
Gediz Ambalaj	236	195	3,2x	3,3x	1,7x
Ortalama			9,98x	12,39x	1,68x

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, denetim raporları, S&P CapitalIQ, Rasyonet ve Bloomberg veri tabanları

(Üzeri çizili olan uç değerler hesaplama dahil edilmemiştir.)

Benzer yurtiçi çarpanlar arasında İD / FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 16x'ten büyük olan) olan Eminiş ve Gediz ve Ambalaj çarpanları ortalama hesabına dahil edilmemiştir.

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler için de yapılmıştır.

Şekil 40 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	İD/FAVÖK	İD/FVÖK	İD/Net Satışlar
Kanpur Plastipack Limited	625	809	3,7x	11,1x	1,3x
TPI India Limited	18	44	15,0x	(32,2x)	1,7x
Jumbo Bag Limited	16	74	2,0x	3,6x	0,6x
Emmbi Industries Limited	223	407	3,7x	6,1x	1,1x
RDB Rasayans Limited	172	151	3,9x	9,1x	1,2x
Polyspin Exports Limited	98	191	2,4x	6,3x	0,6x
Khan Brothers PP Woven Bag Industries Ltd	124	122	42,9x	(774,7x)	6,8x
Sinobangla Industries Limited	110	210	15,2x	27,1x	1,2x
SMVD Poly Pack Limited	10	49	3,4x	5,3x	0,6x
Shree Tirupati Balajee FIBC Limited	54	101	3,4x	3,9x	0,8x
Wonlim Corporation	356	458	9,8x	12,0x	0,8x
NK Mulsan CO., LTD.	1.210	1.096	(128,2x)	(69,3x)	3,9x
Showa Paxxs Corporation	652	128	0,9x	1,5x	0,1x
Flexituff Ventures International Limited	49	866	3,8x	43,1x	0,8x
Gujarat Craft Industries Limited	43	90	1,7x	2,8x	0,5x
Sat Industries Limited	497	603	7,8x	15,0x	2,2x

Commercial Syn Bags Limited	229	334	3,8x	7,5x	1,1x
Greif, Inc.	29.778	54.080	9,2x	16,2x	1,2x
Miracle Industries Limited	115	160	148,9x	(21,5x)	12,7x
Shri Jagdamba Polymers Limited	1.195	1.220	10,2x	21,4x	3,6x
Yeakin Polymer Limited	91	117	32,3x	46,2x	9,1x
Stanpacks (India) Limited	4	24	2,7x	4,8x	0,5x
Takween Advanced Industries	5.053	6.906	59,2x	(109,5x)	3,9x
Winpak Ltd.	19.764	16.791	10,1x	15,1x	2,0x
Ortalama			10,38x	17,80x	1,84x

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve CapitalIQ veri tabanı

*Üzeri çizili olan uç değerleri içermemektedir.

Benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD / FAVÖK çarpanları uç değer olan (5x'ten küçük ve 16x'ten büyük olan) Kanpur Plastpack Limited, Jumbo Bag Limited, Emmbi Industries Limited, RDB Rasayans, Polyspin Exports Limited, Khan Brothers PP, SMVD Poly Pack Limited, Shree Tirupati, NK Mulsan, Showa Paxxs, Flexituff Ventures International, Gujarat Craft Industries, Commercial Syn Bags, Miracle Industries, Yeakin Polymer Limited, Stanpacks (India) Limited ve Takween Advanced Industries ortalamaya dahil edilmemiştir. Ayrıca TPI India Limited piyasa değeri 10.000.000 ABD\$ altında olduğu için ortalama hesabına dahil edilmemiştir. Tutarlı olmak adına, İD/FAVÖK ve İD/Net Satışlar ortalamaları hesaplanırken de bu şirketler hesaplama dahil edilmemiş, böylece her üç çarpan için de aynı benzer şirket grubu kullanılmıştır.

Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

İşbir'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Sekil 41 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yöntem	30.06.21 Son 12 Ay İşbir FAVÖK (mn TL)	Çarpan	İşletme Değeri (mn TL)	Net Borç (mn TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
İD/FAVÖK	241,5	9,98x	2.410	(406)	2.004	15,9

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu ve CapitalIQ veri tabanı

İşbir'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Sekil 42 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yöntem	30.06.21 Son 12 Ay İşbir FAVÖK (mn TL)	Çarpan	İşletme Değeri (mn TL)	Net Borç (mn TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
İD/FAVÖK	241,5	10,38x	2.507	(406)	2.101	16,7

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu ve CapitalIQ veri tabanı

Yurt içi benzer şirketler çarpanının %50 ve yurtdışı benzer şirketler çarpanının %50 ağırlıklandırılması sonucu şirketin pay başına değeri 16,3 TL hesaplanmaktadır. Halka arz fiyatı olan 11,85 TL, bu değere kıyasla %27,3 iskontoludur.

Değerleme Sonucu

Bu raporun değerleme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre bulunan değerlerin farklılıkları UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.6 belirlenen değerlerin farklılıkların anlaşılmasına ilişkin olarak, aynı standardın 10.3 maddesindeki seçim kriterleri tekrar değerlendirilmiştir. İki yöntem arasındaki fark, 2020 yılının başından 2021 yılı Haziran ayının ortalarına kadar %10 ila %17 arasında değişen risksiz getiri oranının son dönemde ani şekilde yükselmesinin, hem borçlanma maliyetlerinde, hem de özkaynak maliyetlerinde ciddi artışa neden olması; buna bağlı olarak değerlemede kullanılan AOSM'nin önemli ölçüde yükselmesinin değerlemeyi düşürmesinden kaynaklanmaktadır. Hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri bulunurken eşit ağırlıklandırılmıştır. Bu bağlamda İşbir Sentetik'in piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Sekil 43 Piyasa Değeri ve Pay Başına Değer Hesaplaması

Yurtiçi Çarpanlar(Ağırlık %50)	
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	9,98x
30 Haziran 2021 Son 12 Ay FAVÖK (TL)	241.525.299
İşletme Değeri (TL)	2.409.721.843
Yurtdışı Çarpanlar(Ağırlık %50)	
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	10,38x
30 Haziran 2021 Son 12 Ay FAVÖK (TL)	241.525.299
İşletme Değeri (TL)	2.507.024.545
Ağırlıklı İşletme Değeri - Çarpanlar	2.458.373.194
Net Borç	(406.061.834)
İşbir Piyasa Değeri - Çarpanlar	2.052.311.360
İşbir Piyasa Değeri - İNA	
İşbir Piyasa Değeri - İNA	1.762.716.401
%50 Çarpan %50 İNA Ağırlıklı Piyasa Değeri	1.907.513.881
Pay Adedi	125.965.994
Pay Başına Fiyat (TL)	15,14
Halka Arz Fiyatı (TL)	11,85
İskonto Oranı	21,7%

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 11,85 TL hesaplanan pay başına fiyat olan 15,14 TL'ye göre %21,7 iskontoludur.

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sokak No : 1 34337
Etiler - Beşiktaş - İstanbul
Tel : (0212) 384 10 10
Fax: (0212) 384 10 05
Ticaret Sicil No: 235103
Mersis No: 0-3890-0068-3300011
www.garantiyatirim.com.tr

Ek: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km no:156

İstanbul, 26 Ekim 2021

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

Saygılarımızla,

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Anıl Can İpekçi

Y. Jankat Bozkurt

Birim Müdürü

Genel Müdür Yardımcısı

GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu
Demirkent Sok. No: 1 34337
Beşiktaş - İSTANBUL