

KONYA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ FİYAT TESPİT RAPORU

26 Ekim 2021


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR	4
1. RAPOR BİLGİLERİ	5
Raporun Amacı	5
Etik İlkeler	5
Sorumluluk Beyanı	5
Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan ve Proje Ekibi	6
2. YÖNETİCİ ÖZETİ	9
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	12
3.1 Genel Bakış	12
3.1.1. Faaliyetlerin Gelişmesinde Önemli Olaylar	12
3.2. Finansal Tablolar	14
4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	26
5. DEĞERLEME ANALİZİ	29
5.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	31
5.1.1. Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples)	31
5.1.2. Benzer İşlem Çarpanları Analizi (Transaction Multiples)	31
5.1.3. Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler	32
5.1.4. Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi	32
5.1.5. Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Analizi	34
5.1.7. Yurtiçi BIST Orman Kağıt Basım Endeks Şirketleri Çarpan Analizi	35
5.1.7. Yurtiçi BIST 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	35
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	36
Gelir Analizleri	37
6. DEĞERLEME VE SONUÇ	42


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TABLULAR

Tablo 1 Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	10
Tablo 2 Halka Arza İlişkin Bilgiler	10
Tablo 3 Gelir Tablosu.....	14
Tablo 4 Net Satışlar.....	15
Tablo 5 Kar Marjları Tablosu.....	16
Tablo 6 FAVÖK ve FAVÖK Marjı.....	16
Tablo 7 Faaliyet Giderleri	16
Tablo 8 Genel Yönetim Giderleri.....	17
Tablo 9 Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	18
Tablo 10 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	19
Tablo 11 Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar.....	19
Tablo 12 Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	20
Tablo 13 Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	20
Tablo 14 Finansman Gelirleri ve Giderleri.....	20
Tablo 15 Finansman Giderleri.....	20
Tablo 16 Kur Farkı Gelir / Gideri.....	21
Tablo 17 Bilanço	21
Tablo 18 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	23
Tablo 19 Net Borç / Net Nakit	24
Tablo 20 Likidite Oranları.....	25
Tablo 21 Mali Oranlar	25
Tablo 22 Kağıt Üretimi	26
Tablo 23 Net Satışlar	27
Tablo 24 İthalatın Alt Gruplara Göre Dağılımı	28
Tablo 25 Değerleme Yaklaşımlarının Güçlü ve Zayıf Yönleri	30
Tablo 26: Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler.....	32
Tablo 27: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri.....	32
Tablo 28: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri Hesabı	34
Tablo 29: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Değerleri.....	34
Tablo 30: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	35
Tablo 31: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeksi Şirketleri Çarpanları	35
Tablo 32: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeks Şirketleri Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri	35
Tablo 33: Brüt ve Net Satış Gelirleri.....	37
Tablo 34: Satılan Mal Maliyeti.....	38
Tablo 35: Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)	38
Tablo 36: Toplam Faaliyet Giderleri	38
Tablo 37: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	38
Tablo 38: Genel Yönetim Giderleri.....	39
Tablo 39: FAVÖK hesaplaması	39
Tablo 40: Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi	39
Tablo 41: Yatırım Harcamaları ve Amortisman (mn TL)	40
Tablo 42: AOSM Hesaplaması.....	40
Tablo 43: Borç Maliyeti Hesaplaması	41
Tablo 44: İndirgenmiş Nakit Akışları.....	41
Tablo 45: Değerleme Yöntemleri Sonuçları.....	42
Tablo 46: Halka Arz İskontosu ve Pay Değeri Hesabı	42


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR

A.Ş.	Anonim Şirket
ABD \$, USD	Amerikan Doları
Aracı Kuruluş, Halk Yatırım, Konsorsiyum Lideri, HALKI	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BERA, Halka Arz Eden Pay Sahibi, Holding	Bera Holding A.Ş.
BİST, Borsa, BİAŞ, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BSMV	Banka Sigorta Muamele Vergisi
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
Esas Sözleşme	Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Esas Sözleşmesi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
Force Majeure	Olağanüstü Durum
FSC (Forest Stewardship Council)	Orman İdare Konseyi
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
İhraççı, Şirket, Ortaklık	Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Konya Kağıt A.Ş.	Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
Konya Kağıt A.Ş. (Eski Unvanı - Kombassan A.Ş.)	Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (Eski Adı - Kombassan Kâğıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.)
M ² , m ²	Metre Kare
Md	Madde
MDF	Orta Yoğunlukta Lif Levha
MDV	Maddi Duran Varlık/ Varlıklar
Mn, mn	Milyon
MW	Mega Watt
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
Pay Tebliği	22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Pay Tebliği (VII-128.1)
PK	Posta Kutusu
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
ROA	Return of Assets (Aktif Karlılık Oranı)
ROE	Return on Equity (Özkaynak Karlılık Oranı)
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TL	Türk Lirası
TSE	Türk Standartları Enstitüsü
TTKn veya TTK	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
VÖK	Vergi Öncesi Kar


HALKI YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. RAPOR BİLGİLERİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 22 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sorumluluk Beyanı

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

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

Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan ve Proje Ekibi

İşbu Fiyat Tespit Raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

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

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir.

Şirket ile 22 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arz Aracılık Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

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 ve işbu Fiyat Tespit Raporunun 7. sayfasında yer alan etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 50 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

Bülent Sezgin, 1997 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Bölümü'nden mezun olan Sezgin, 1997 yılında sermaye piyasalarında başladığı meslek hayatında 2011 yılına kadar sektörde çeşitli kademelerde görev almıştır. 2011 yılında Kurumsal Finansman Müdürü göreviyle başladığı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'deki çalışma hayatını, 2012 Aralık ayı itibarıyla Kurumsal Finansman ve Hazine'den sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak sürdürmüştür. 20.10.2020 tarihi itibarıyla Şirket Genel Müdürlüğünü yürütmekte olan, aynı zamanda Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapan Bülent Sezgin Kurumsal Finansman ve Danışmanlık, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Bülent Sezgin, ayrıca SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 201018).

Zafer Mustafaoğlu, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Birimi'nde Direktör pozisyonunda çalışmakta olup, sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü'nden 1990 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

Meneşe Özdemir Dilidüzgün, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 10 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak

tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nde Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

Recep Bozkurt, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Birimi'nde Yönetici pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 8 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Erciyes Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2000 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise New York Teknoloji Enstitüsü, İşletme Bölümü'nden tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 206166).

Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket'in 30.06.2021, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 dönemi finansal tabloları ve Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, Değerleme Çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Halk Yatırım, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmeye birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler kamuya açık kaynaklar, Bloomberg adlı veri sağlayıcı platform kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Müşteri, Kullanım, dağıtım ve yayınlanma kısıtlamaları

Şirket ile 22 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan “Halka Arz Aracılık Sözleşmesi” kapsamında hazırlanan bu rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği’nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu rapor Şirket’in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128. 1 sayılı Pay Tebliğ hükümleri gereğince KAP’da yayınlanacak olan bu rapor Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının (6,95 TL pay değeri hesaplanmıştır) nominal değeri olan 1 TL’nin üzerinde olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplamasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

Piyasa Yaklaşımı için Pazar Değeri

Gelir Yaklaşımı için Makul Değer dikkate alınmıştır.

UDS’nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer sırası ile 30.1 ve 50.1 uyarınca aşağıda tanımlanmıştır.

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

Makul Değer - Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır. Aynı zamanda 50.4 maddesi ile makul değer kullanımına örnek olarak “Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi” ifadesi doğrultusunda Gelir Yaklaşımı’nda kullanılmıştır.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2. YÖNETİCİ ÖZETİ

26 Ekim 2021 tarihli bu rapor, 22 Ocak 2021 tarihinde Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Konya Kağıt", "İhraççı" veya "Şirket") ile Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in Özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 7. sayfada yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket'in 30.06.2021, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 dönemi finansal tabloları ve Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Halk Yatırım Değerleme Çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, Halk Yatırım'ın bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Halk Yatırım, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Kullanılan finansal bilgiler şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler, Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmeye birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") analizi sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in değerlemesinde Çarpan Analizleri %50 ve İNA %50 ağırlıklandırılmış olup, 1.144,8 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Sermayesi 130.000.000 TL olan Şirket'in halka arz

pay başına değeri 8,81 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %21,08 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 903,5 mn TL, pay başına değer ise 6,95 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz %20 oranında mevcut ortaklardan Bera Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 26.000.000 TL nominal değerli 26.000.000 adet payın satışı yoluyla yapılacaktır. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 180,7 mn TL olup, halka açıklık oranı %20 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1 Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

(Bin TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık Özsermaye (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.064.263	50,0%	532.132
Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları - YD	952.674	12,5%	119.084
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları - YD	1.402.956	12,5%	175.370
Piyasa Yaklaşımı - BIST100	764.468	12,5%	95.558
Piyasa Yaklaşımı - BIST KAGIT	1.781.001	12,5%	222.625
Ağırlıklı Özkaynak Değeri			1.144.769
Ödenmiş Sermaye			130.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			8,81
Halka Arz İskontosu			21,08%
İskonto Sonrası Halka Arz Satış Fiyatı Değeri (TL)			6,95
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri			903.500
Halka Arz Edilen Nominal Pay Sayısı			26.000
Halka Arz Büyüklüğü			180.700

Tablo 2 Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Bera Yatırım Holding A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye	130.000.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	Daha sonra belirlenecektir.
Halka Arz Yapısı	Ortak Satışı: 26.000.000 TL nominal değerli pay
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Tahsisat Grupları	%30 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %30 Yüksek Başvurulu Yatırımcılar %30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Fiyat	Pay Başına 6,95 TL Şirket, 30.09.2021 tarih ve 2021/35 sayılı yönetim kurulu kararına istinaden verdiği taahhüt ile Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca, bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, maliki olabileceği Şirket paylarını satmayacağını, devretmeyeceğini, rehnetmeyeceğini veya bu paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını, bu sonuçları doğrulayarak başkaca herhangi bir işlem
Satmama Taahhütleri	

yapmayacağını ve yönetim kontrolüne sahip olduğu herhangi bir iştirak ya da bağı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasını sağlayacağını taahhüt etmiştir.

Fiyat İstikrarı

Planlanmaktadır.

Fiyat İstikrarı Süresi

Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1 Genel Bakış

Şirket, Karaman 2. Asliye Hukuk Mahkemesi'nin 23 Haziran 1995 tarihli ve 1995/60 esas sayılı kararı ile 28 Haziran 1995 tarihinde "Tuş Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi" unvanı ile süresiz olarak kurulmuştur. Şirket'in 20 Haziran 2003 tarihli yapılan olağanüstü genel kurul toplantısında "Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş." olarak değişen ünvanı, 18.12.2020 tarihli Genel Kurul Kararı ile Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş olup, durum Konya Ticaret Sicil Müdürlüğüne 21.12.2020 tarihinde tescil edilmiştir. Mevcut durum itibarıyla Şirket, fiilen kağıt ve defter üretimi ile matbaa-ambalaj faaliyeti ve Elektrik Piyasası mevzuatı uyarınca esas olarak kendi elektrik ve buhar enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere Üretim Lisansı çerçevesinde elektrik enerjisi üretiminde bulunmaktadır

3.1.1. Faaliyetlerin Gelişmesinde Önemli Olaylar

Aşağıda Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmenin önemli aşamaları yer almaktadır.

"Bugün itibarıyla tüzel kişiliği devam eden Şirket, Karaman 2. Asliye Hukuk Mahkemesi'nin 23 Haziran 1995 tarihli ve 1995/60 esas sayılı kararı ile 28 Haziran 1995 tarihinde "Tuş Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi" unvanı ile kuruluş sermayesinin %99'u Ömer Lütfi Yüksek, %0,25'i Ayşe Yüksek, %0,25'i Önder Yüksek, %0,25'i Ahmet Şükrü Demirkurt ve %0,25'i Ömer Faruk Demirkurt tarafından taahhüt edilmek suretiyle süresiz olarak kurulmuştur. Konya Kağıt'ın kuruluş esas sözleşmesi 13 Temmuz 1995 tarih 3827 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ("TTSG") ilan edilmiştir. Şirket, kuruluşunda Karaman Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 5132 sicil numarası ile kayıtlıdır. Şirket, 29 Mayıs 2003 tarihinde Konya Ticaret Sicil Müdürlüğüne tescil edilen 03 Haziran 2003 tarih 5811 sayılı TTSG'de yayımlanan merkez naklini takiben Konya Ticaret Sicil Müdürlüğü'nün 27094 sicil numarası ile faaliyet göstermeye devam etmektedir.

Şirket'in 20 Haziran 2003 tarihli yapılan olağanüstü genel kurul toplantısında unvanı "Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş." olarak değiştirilmiş, değişiklik 01 Temmuz 2003 tarih 5831 sayılı TTSG'de yayımlanarak ilan edilmiştir.

Üretim faaliyetinin yürütüldüğü Şirket, esas itibarıyla 27/12/1988 tarihinde Ticaret Sicilinde tescil ve 30/12/1988 tarih ve 2178 sayılı TTSG'de ilan edilerek kurulan Kombassan Konya Matbaa Basım Ambalaj İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ünvanı ile Bera Grubu içerisinde yer alan şirkettir. Ancak, yukarıda belirtilen bu şirket, Bera Holding merkezi tarafından yapılan vergisel avantajın kullanılmasına ilişkin planlama kapsamında Bera Grubu'nun bünyesinde bulunan ve birleşme tarihi itibarıyla ünvanı Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş. olan Şirket'e devrolunmak suretiyle 25/08/2003 tarihli genel kurul kararları ile birleşmiştir.

Ana sözleşmenin 1. maddesi, Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş. ile Kombassan Konya Matbaa Basım Ambalaj İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmalarının birleşmesi sonucu 25/08/2003 tarihli Genel Kurul kararları ile kabul edilmiş olup madde son şeklini almıştır. (Genel Kurullar 29/08/2003 tarihinde tescil edilerek 03/09/2003 tarih ve 5877 sayılı TTSG'nin 245 - 246 ve 359. sayfalarında ilan edilmiştir.) Birleşme işlemi TTK'nın (6762 sayılı eski TTK) 451 ve diğer maddeleri hükümlerine ve kurumlar vergisi kanununun (5422 sayılı eski kanun) 37, 38 ve 39.maddelerine göre aktif ve pasifi ile devir olmak suretiyle birleşme olarak gerçekleşmiştir. Birleşme sebebiyle yapılan sermaye artırımını, Konya 1. Asliye Ticaret Mahkemesi'nin 2003 / 1542 D. İş sayılı kararı ve 2003 / 1542 D. İş sayılı bilirkişi raporu ile tespit edilmiştir.

2004 yılında 5,5 MW Gücünde Koojenerasyon esaslı üretim tesisi kurularak doğalgazdan elektrik ve buhar üretimine başlanmıştır. Üretilen bu enerjinin tamamına yakını kağıt üretim tesisinde kullanılmaktadır.

Şirket'in, Karıştırılan yolu üzeri PK 42 Muratlı / TEKİRDAĞ adresindeki karton üretim tesisi olarak faaliyet gösteren Muratlı Şubesi 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 19 ve 20. maddeleri ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı ile T.C. Ticaret Bakanlığının "Anonim ve Limited Şirketlerin Kısmi Bölünme İşlemlerinin Usul ve Esaslarının Düzenlenmesi Hakkında Tebliğ" hükümleri uyarınca kendi bünyesinden kısmi bölünme suretiyle yeni kurulacak Karıştırılan yolu üzeri PK 42 Muratlı / TEKİRDAĞ adresindeki Muratlı Karton Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'ne mal varlığının belirli unsurlarını aynı sermaye olarak tahsis etmek ve karşılığında yeni kurulacak şirketten bu tahsise isabet eden sermaye paylarını Şirket'in ortakları tarafından iktisap edilmek suretiyle kısmi bölünmeye girmiştir. Kısmi bölünme nedeniyle meydana gelecek sermaye azalması eş zamanlı olarak yapılan sermaye artırımını ile giderilmiştir. Bölünmeye ilişkin hususlar 30.05.2007 tarihinde tescil edilerek 14.06.2007 tarih ve 6830 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinin 564 - 568. sayfalarında ilan edilmiştir.

2011 ve 2012 yıllarında Kağıt ve Matbaa Ambalaj Tesislerinde kapasite ve verimlilik artırıcı büyük revizyon yatırımları, 2017 yılında TÜBİTAK Sanayi Ar-Ge Projesi olarak Tam Otomatik Geri Kazanımlı Enerji Tasarrufu ve Su Giderme Sistemi ve Yazılımı yapılmıştır.

21.12.2020 tarihinde Konya Ticaret Sicil Müdürlüğü'nce tescil edilerek 28.12.2020 tarih ve 10233 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanan unvan tadilatını da içeren Esas Sözleşme değişikliği ile Şirket'in ünvanı "KONYA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ" olarak değiştirilmiştir.

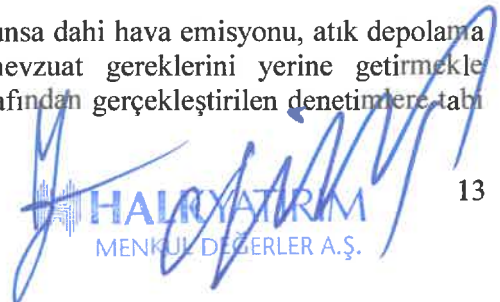
Şirket'in kağıt üretimi konusunda doğaya, ormana ve çevreye duyarlılıkla ilgili olarak tüm dünyada geçerliliği olan SGS United Kingdom Ltd. tarafından Şirket'e verilmiş olan 04.06.2020 tarihli ISO 9001:2015 sertifika belgesi ve FSC (Forest Stewardship Council) tarafından verilmiş bulunan fotokopi kağıdı, defter, paketleme ve baskılı materyallere ilişkin 10.01.2017 tarihli FSC Kayıt Belgesi bulunmaktadır. Ek olarak, Şirket'in matbaa tesislerinde üretilen ambalaj ürünlerinden özellikle gıda ambalajı için kullanılacak ürünlerin ilaveten satıldığı ülkelerin gıda standartlarına ve kodlarına uyum göstermelidir.

Sayılan sertifikasyonların şartlarını sağlamak ve muhafaza etmek, yeni çıkabilecek mevzuat ve kodlara ivedilikle uyum sağlayabilmek Şirket'in satış ve ihracat faaliyetleri için önem arz etmektedir. Şirket gelecekte değişen gereklileri zamanında yerine getiremez veya getirmemeyi tercih ederse, söz konusu sertifikaları kaybedebileceği gibi, uyumsuzluklar nedeniyle ilgili pazarlarda satış yapma yeteneğini de yitirebilir. Bu durum Şirket'in ihracat satışlarının azalmasına ve beklenen ekonomik faydanın elde edilememesine neden olabilir.

Şirket'in üretim faaliyetlerinin çevreye etki oranı ve zarar verme riski yüksek niteliktedir.

Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği tahtında hazır selülozdan ve /veya atık kağıttan her çeşit karton, kağıt veya mukavva üretimi yapan tesisler çevre izni veya çevre izin ve lisans belgesi almakla yükümlü kılınan Çevreye Kirletici Etkisi Yüksek Düzeyde Olan İşletmeler (Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği Ek-1) listesinde yer almaktadır. Şirket'in Konya ve Güneşli tesisi için Çevre İzin Belgesi bulunmaktadır.

Şirket gerekli izinlere ve ÇED belgelerine sahip bulursa dahi hava emisyonu, atık depolama ve bertaraf edilmesinin yönetimi kapsamında mevzuat gereklerini yerine getirmekle yükümlüdür. Şirket, çeşitli düzenleyici kurumlar tarafından gerçekleştirilen denetimlere tabi


HALIYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

olabilecektir. Bu denetimlerde tespit edilen aykırılıklar, Şirket için olumsuz operasyonel ve finansal sonuçlara yol açabilir. Ek olarak sayılan idari riskler kapsamında Şirket şikayetler, soruşturmalar ve davalar ile karşı karşıya kalabilir, bu süreçler sonucunda maliyetleri artabilir ve itibarı zarar görebilir.

Şirket üretim faaliyetleri iş güvenliği ve iş kazası riskleri barındırmaktadır. Şirket bu riski bertaraf etmek kapsamında gerekli danışmanlık hizmetini almakta ve önlemleri hayata geçirmektedir. Söz konusu kanun ve düzenlemelerde veya bunların yorumlanmasında meydana gelebilecek değişiklikler ya da söz konusu kanuni ve diğer düzenlemelerin ihlal edilmesi, Şirket'in faaliyetleri, mali durumu üzerinde olumsuz etkiye neden olabilir.

Şirket'in 29.04.2021 tarihinde yapılan 2020 yılı Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda Sermaye Piyasası Kurulu ve Ticaret Bakanlığı tarafından onaylanan esas sözleşmeyi Sermaye Piyasası Mevzuatına uyumlu hale getiren Esas Sözleşme Tadil tasarısı kabul edilmiş ve 06.05.2021 tarihinde Konya Ticaret Sicil Müdürlüğü'nce tescil edilerek 07.05.2021 tarih ve 10325 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayımlanmıştır.

3.2. Finansal Tablolar

Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 dönemlerine ait kar/zarar tablosu aşağıda verilmiştir.

Tablo 3 Gelir Tablosu

Kapsamlı Kâr ya da Zarar Tablosu (TL)	01.01.2018– 31.12.2018	01.01.2019– 31.12.2019	01.01.2020– 31.12.2020	01.01.2020– 30.06.2020	01.01.2021– 30.06.2021
Hasılat	377.899.026	399.825.062	407.964.886	224.309.835	289.500.765
Satışların Maliyeti (-)	(275.964.566)	(322.983.190)	(305.953.304)	(165.192.413)	(226.761.263)
Brüt Kar/Zarar	101.934.460	76.841.872	102.011.582	59.117.422	62.739.502
Genel Yönetim Giderleri (-)	(14.358.705)	(16.890.170)	(21.122.741)	(10.301.556)	(13.354.798)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(11.443.598)	(18.016.350)	(23.446.215)	(10.482.212)	(11.560.524)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	26.113.369	7.084.111	13.514.973	6.237.491	12.083.078
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(24.277.462)	(7.450.162)	(6.449.829)	(2.716.738)	(2.799.344)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	77.968.064	41.569.301	64.507.770	41.854.407	47.107.914
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	193.407	39.017	181.258.373	--	2.042.684
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(413.914)	--	(42.645.577)	--	--
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	(703.674)	(7.130.648)	--	29.549.883	1.293.906
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	77.043.883	34.477.670	203.120.566	71.404.290	50.444.504
Finansman Giderleri (-)	(52.207.699)	(21.370.960)	(23.513.504)	(9.279.907)	(9.708.770)
Finansman Gelirleri	37.577.680	12.178.504	20.023.245	10.393.326	11.370.168
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	62.413.864	25.285.214	199.630.307	72.517.709	52.105.902
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-) / Geliri	(16.767.486)	(6.603.660)	(29.159.051)	(6.200.873)	(11.687.071)
DÖNEM KARI/(ZARARI)	45.646.378	18.681.554	170.471.256	66.316.836	40.418.831
Pay Başına Kazanç	0,35	0,14	1,31	0,51	0,31

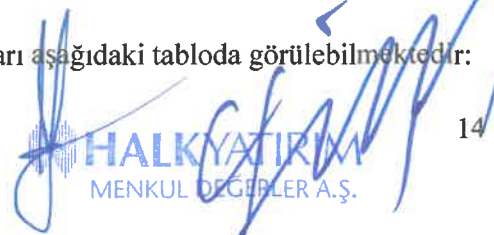
Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Hasılat, Satışların Maliyeti ve Brüt Karlılık

Şirket'in 2020 yılı hasılat performansı 2019 ve 2018 yıllarına göre büyük değişimler göstermemiş stabil düzeyde artışlar göstermiştir. 2019 yılında yurtdışına yapılan satışlar artmış ve 2020 yılında da bu artış korunmuştur. 2021 yılı ilk altı aylık hasılat performansı 2020 yılı ilk altı ayına göre %29 oranında artış göstermiştir.

Finansal dönemleri itibarıyla Şirket'in net satış tutarları aşağıdaki tabloda görülebilmektedir:

14


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 4 Net Satışlar

Faaliyet Kategorileri	01.01.- 30.06.2021	Oran (%)	01.01.- 31.12.2020	Oran (%)	01.01.- 31.12.2020	Oran (%)	01.01.- 31.12.2018	Oran (%)
Bobin, ebat, fotokopi	197.133.552	68,1	274.868.108	67,4	269.870.082	67,5	265.597.915	70,3
Matbaa	20.548.716	7,1	34.217.205	8,4	39.879.467	9,9	42.998.325	11,4
Defter	2.713.253	0,9	3.506.751	0,9	7.628.780	1,9	6.117.672	1,6
Ambalaj kutuları	66.240.494	22,9	91.240.693	22,3	73.819.745	18,5	58.309.155	15,4
Palet	220.532	0,1	334.410	0,1	236.439	0,1	509.038	0,1
Hurda matbaa	1.892.743	0,7	1.837.495	0,4	1.700.313	0,4	1.380.466	0,4
Ticari mal ve diğer	751.475	0,3	1.960.224	0,5	6.690.236	1,7	2.986.455	0,8
Net Satışlar	289.500.765		407.964.886		399.825.062		377.899.026	

Şirket'in ürün grupları bazında satış oranları son 3 yılda ve 2021 yılı ilk 6 ayında esaslı bir değişime uğramamıştır. Bununla birlikte yazı tabı kağıdının ciro içindeki payı %2 düzeyinde düşerken, baskı esaslı matbaacılık geliri %4 gerilemiş, Bununla birlikte yukarıda açıklanan değişen tüketim alışkanlıkları ve dijitalleşmenin getirdiği yönelimler çerçevesinde ambalaj kutusuna yönelik matbaacılık geliri %7 düzeyinde artmıştır. Ek olarak, plastik türevi petrokimya ürünü hammaddelerden ve diğer alternatif girdilerden ambalajlar da üretilebilmektedir. Söz konusu hammaddelerin maliyetlerinin kağıda göre düşük kalması durumunda kurumsal müşteriler bu tür ambalaj kullanımına yönelebilir. Böyle bir gelişme Şirket'in kutu ambalaj satışı faaliyetlerini olumsuz etkileyebilecektir.

2019 yılında işçilik maliyetleri, genel üretim giderleri, amortisman giderleri ile beraber dönem içerisindeki yarı mamul, mamul ve ticari mallardaki alımların artmasından dolayı satışların maliyeti önceki döneme göre %17 oranında artış göstermiştir. 2020 yılında satış fiyatlarında artış olmasına karşın, 2019 yılından devreden stoğun etkisi ile satışların maliyeti 2019 yılına göre daha düşük gerçekleşmiştir. 2021 yılı ilk altı ayında satışların maliyeti 2020 yılının ilk altı ayına göre kurlardan yaşanan artış ve etkisini gösteren pandemiden dolayı oransal olarak %7 oranında artmıştır.

Şirket 2019 yılında 76.841.872 TL brüt kar etmesine karşın, 2020 yılında 102.011.582 TL brüt kar elde ederek, brüt karlılıkta %30'un üzerinde bir artış yaşamıştır. 2018 yılında %26,97 olan brüt karlılık, 2019 yılında %19,22 ve 2020 yılında %25,0 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2021 yılı ilk altı ay brüt kar marjı %21,67 ve 2020 yılı ilk altı ay brüt kar marjı %26,36'dır.

Aşağıdaki tabloda Şirket'e ait Brüt Kâr Marjı, Faaliyet Kâr Marjı, Net Kâr Marjı, Özkaynak Karlılık Oranı (ROE) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) verilmiştir. Şirket'in 2020 yılı özkaynak karlılık oranı (ROE) %21,60 olarak gerçekleşmişken, aktif karlılık oranı %17,20 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında 2019 yılına göre Faaliyet Kar Marjı ve Net Kar Marjı da gelişme göstermiştir.

01 Ocak – 30 Haziran 2021 faaliyet döneminde Brüt Kar Marjı %21,67, Faaliyet Karı %16,3, Net Kar Marjı %13,96, Özkaynak Karlılık Oranı %5,11 ve Aktif Karlılık Oranı %4,09 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerlendirilmesi sonucu oluşan yaklaşık 120 milyon liralık gelir, 2020 yılı net kar marjının yüksek oranında çıkmasına katkı sağlamıştır.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 5 Kar Marjları Tablosu

	01 Ocak - 31 Aralık 2018	01 Ocak - 31 Aralık 2019	01 Ocak - 31 Aralık 2020	01 Ocak - 30 Haziran 2021
Brüt Kar Marjı	26,97%	19,22%	25,00%	21,67%
Faaliyet Kar Marjı	20,63%	10,40%	15,81%	16,27%
Net Kar Marjı	12,08%	4,67%	41,79%	13,96%
Özkaynak Karlılık Oranı (ROE)	7,68%	3,23%	21,60%	5,11%
Aktif Karlılık Oranı(ROA)	5,79%	2,10%	17,20%	4,09%

Aşağıdaki tabloda Şirket'in FAVÖK ve FAVÖK Marjı durumu verilmiştir. Şirket'in 2019 yılında karlılık durumu ve 2020 yılında karlılık konusunda yaşadığı iyileşme FAVÖK ve FAVÖK marjlarında görülebilmektedir. 2018 yılında %22,0 olan FAVÖK marjı, 2019 yılında %12,2'ye düşmüş, 2020 yılındaki toparlanma ile %18,0 olarak gerçekleşmiştir.

30.06.2020 dönemi sonu itibari ile FAVÖK marjı %19,6 iken, 2021 yılının aynı döneminde 49.225.761 TL ile %17'dir.

Şirket'in Faaliyet Kar Marjı hem yıllık hem de altı aylık dönemlerde dalgalanmalar göstermiştir. Bu dalgalanmaların sebebi genel olarak kurlarda gerçekleşen belirsizlikler ve dalgalanmalar olarak gösterilebilir. 2020 yılı faaliyet döneminde Faaliyet Kar Marjı %15,81 iken 2021 yılı ilk altı ayı Faaliyet Kar Marjı %16,27 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 6 FAVÖK ve FAVÖK Marjı

	01 Ocak- 31 Aralık 2018	01 Ocak- 31 Aralık 2019	01 Ocak- 31 Aralık 2020	01 Ocak- 31 Haziran 2020	01 Ocak - 30 Haziran 2021
Hasılat	377.899.026	399.825.062	407.964.886	224.309.835	289.500.765
Faaliyet Karı	77.968.064	41.569.301	64.507.770	41.854.407	47.107.914
Faaliyet Kar Marjı	20,63%	10,40%	15,81%	18,7%	16,27%
Amortisman	5.273.762	7.160.464	8.737.868	4.208.921	4.313.016
FAVÖK	83.241.826	48.729.765	73.245.638	46.063.328	51.420.930
FAVÖK Marjı	22,0%	12,2%	18,0%	20,5%	17,8%

Faaliyet Giderleri

2020 yılında faaliyet giderleri toplam 44.568.956 TL, 2019 döneminde 34.906.520 TL ve 2018 döneminde 25.802.303 TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet Giderleri Hasılat ile dönemler boyunca eşdeğer olarak artış göstermiştir. Faaliyet giderlerinin toplamlarının hasılatlara oranı 2020 yılında %10,9 iken, 2019 yılında %8,7 ve 2018 yılında %6,8 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılı ilk altı ayında faaliyet giderleri toplamı 24.915.322 TL iken 2020 yılı ilk altı ayında 20.783.768 TL'dir. Faaliyet giderleri toplamı 2020 yılı ilk altı ay döneminde hasılatlara oranı %9,27 ve 2021 yılında aynı hesap döneminde %8,61'dir ve yaklaşık olarak %8 oranında azalış göstermiştir.

Tablo 7 Faaliyet Giderleri

Faaliyet Giderleri (TL)	01 Ocak - 31 Aralık 2018	01 Ocak - 31 Aralık 2019	01 Ocak - 31 Aralık 2020	01 Ocak- 31 Haziran 2020	01 Ocak - 30 Haziran 2021
Hasılat	377.899.026	399.825.062	407.964.886	224.309.835	289.500.765
Genel Yönetim Giderleri (-)	14.358.705	16.890.170	21.122.741	10.301.556	13.354.798
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	11.443.598	18.016.350	23.446.215	10.482.212	11.560.524
Toplam Faaliyet Giderleri	25.802.303	34.906.520	44.568.956	20.783.768	24.915.322
Toplam Faaliyet Giderleri/ Hasılat	6,83%	8,73%	10,92%	9,27%	8,61%

Şirket'in faaliyet giderlerinin artmasının sebebi temelde şirket faaliyet ve operasyonlarını daha etkili ve geniş şekilde ilerletmektir. Şirket marka bilinirliğini artırmayı, satışlara katkı sağlamayı, operasyon becerisini ilerletmeyi ve daha kaliteli hizmet sunabilmeyi hedeflemektedir. Genel yönetim giderlerinin önemli bir kalemini oluşturan Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri ağırlıklı olarak navlun (ihracat nakliyesi), yurt içi nakliye, ciro primi ve komisyon giderlerinden oluşmaktadır. Ayrıca Türkiye'de birkaç yıldır etkisini gösteren enflasyon, genel olarak TL'ye bağlı Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin artışına neden olmuştur.

Genel Yönetim Giderleri

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin Genel Yönetim Giderlerinin detayı gösterilmiştir.

Tablo 8 Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (TL)	01.01.-	01.01.-	01.01.-	01.01.-	01.01.-
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Personel Giderleri	7.755.138	9.780.260	11.560.231	5.589.595	7.227.786
Holding Ortak Giderlere Katılım Payı	924.290	1.420.973	1.831.863	847.199	1.565.674
Amortisman Giderleri	705.513	925.311	1.013.091	416.391	592.973
İzin Karşılığı Gideri	333.207	519.222	753.684	706.262	530.650
Kıdem Tazminatı Karşılığı	172.000	336.402	636.870	527.474	571.735
Elektrik, Su Giderleri	249.265	443.938	566.601	221.409	295.315
Akaryakıt Gideri	357.114	397.054	354.249	165.391	188.893
Müşavirlik ve Denetim Giderleri	304.996	359.475	561.368	195.033	410.415
Vergi Resim Harç Giderleri	501.645	354.160	458.370	223.223	376.988
Bakım Onarım Giderleri	317.639	270.390	438.033	238.980	159.713
Sigorta Giderleri	111.695	156.350	251.375	122.691	128.317
Gıda Malzeme Giderleri	231.109	307.725	349.992	149.156	185.811
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	325.674	304.399	590.965	185.953	229.162
Şüpheli Alacaklar Karşılığı	605.874	--	58.275	--	93.652
Kırtasiye Giderleri	79.958	119.836	74.445	32.039	75.414
Taşeron Giderleri	87.127	91.672	301.962	141.205	179.827
Reklam Giderleri	11.764	71.919	14.140	22.309	4.000
Seyahat Giderleri	114.757	67.838	30.046	7.095	13.011
Haberleşme Giderleri	71.756	64.178	70.002	34.372	42.791
Mahkeme ve Noter Giderleri	24.545	24.847	24.583	2.459	30.148
Eğitim Giderleri	20.087	5.408	60.647	16.411	305
Diğer	1.053.552	868.813	1.121.949	456.909	452.218
Toplam	14.358.705	16.890.170	21.122.741	10.301.556	13.354.798

2020 hesap döneminde genel yönetim giderleri 21.122.741 TL, 2019 yılında 16.890.170 TL ve 2018 yılında 14.358.705 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Genel Yönetim Giderleri Dönemlere göre artış göstermiştir. 2020 yılında genel yönetim giderlerinin toplamının hasıllata oranı %5 olarak, 2019 ve 2018 yıllarında ise %4'tür. 2021 yılı ilk altı aylık dönemde genel yönetim giderleri toplamı 13.354.798 TL olmuş, 2020 yılı ilk altı aylık dönemde gerçekleşen büyüklüğe (10.301.556 TL) göre %29,6 oranında artmıştır.

Personel Giderleri ve holding ortak giderlere katılım payı genel yönetim giderlerinde önemli yer tutmaktadır. Genel yönetim giderleri toplamı içerisinde personel giderlerinin oranı 2020 yılı içerisinde %54,7, 2019 yılı içerisinde %57,9 ve 2018 yılında %54,0'dır. Holding tarafından Grup Şirketlerine verilen denetim, mali ve hukuki danışmanlık, bilgi işlem desteği, finans temin ve koordinasyonu ve temsil gibi hizmetleri için yüklenen giderler, ortak giderlere katılım payı olarak Grup Şirketlerine pay ve ciro oranında dağıtılmaktadır. Holding ortak

giderlere katılım payının, genel yönetim giderleri toplamına oranı 2020 yılında %8,6, 2019 yılında %8,4 ve 2018 yılında %6,4'tür.

Personel giderleri ve personel izin karşılığının 2021 yılı ilk altı ayındaki toplamı genel yönetim giderlerinin %58,1'ini oluşturmakta, 2020 yılı aynı döneminde ise %61,1'ini oluşturmaktadır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

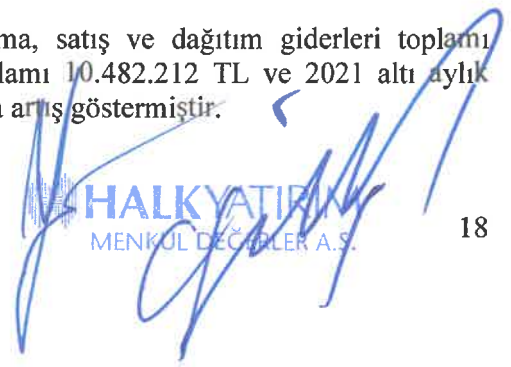
Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin detayı gösterilmiştir.

Tablo 9 Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	01.01.-31.12.2018	01.01.-31.12.2019	01.01.-31.12.2020	01.01.-30.06.2020	01.01.-30.06.2021
Personel Giderleri	2.095.415	2.480.547	2.630.164	1.313.425	1.728.173
Amortisman Giderleri	73.902	113.081	108.379	115.669	109.403
Kıdem Tazminatı Karşılığı	81.230	98.075	169.428	133.494	161.604
Nakliye ve Navlun Giderleri	4.715.344	9.654.578	11.526.892	5.591.449	8.160.726
Ciro primi	1.974.474	2.279.004	5.746.110	1.846.339	9.720
Komisyon Giderleri	385.599	1.493.996	815.268	514.630	354.655
Bakım Onarım Giderleri	362.284	314.878	253.081	108.542	86.374
Akaryakıt Giderleri	201.846	229.171	220.253	124.835	129.267
Sigorta Giderleri	211.276	224.807	225.280	121.611	136.440
Yemek Giderleri	156.189	178.727	407.174	175.682	242.707
Fuar Katılım Giderleri	62.269	160.409	60.377	18.354	--
Temsil ve Ağırılama Giderleri	274.733	151.251	63.273	32.416	48.321
Seyahat Giderleri	153.557	144.722	64.996	39.995	27.388
Reklam ve Prim Giderleri	40.650	89.320	95.877	2.430	54.890
Oda Aidat Giderleri	1.444	32.870	21.070	20.130	643
İzin Karşılığı Giderleri	87.273	113.867	125.729	121.647	107.401
Haberleşme Giderleri	4.438	16.551	3.094	1.357	946
Elektrik, Su ve Doğalgaz Giderleri	116.336	11.460	15.201	7.641	2.851
Kırtasiye Giderleri	2.855	8.040	9.491	3.159	3.963
Temizlik Malzemeleri Giderleri	4.373	2.555	4.901	2.922	2.026
Numune Giderleri	44.617	963	29.515	8.990	436
Vergi, Resim ve Harçlar	35.160	464	218.002	112.050	102.658
Diğer	358.334	217.014	632.660	65.445	89.932
Toplam	11.443.598	18.016.350	23.446.215	10.482.212	11.560.524

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2020 hesap döneminde toplamı 23.446.215 TL, 2019 döneminde 18.016.350 TL ve 2018 yılında 11.443.598 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri toplamının hasılatlara oranı 2020 yılında %5,7, 2019 %4,5 ve 2018 yılında %3,0 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılı ilk altı aylık hesap döneminde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri toplamı 11.560.524 TL, 2020 yılı ilk altı aylık dönem toplamı 10.482.212 TL ve 2021 altı aylık dönemde önceki döneme göre yaklaşık %10 oranında artış göstermiştir.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Nakliye giderleri ve ciro primleri toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde önemli yer tutmaktadır. Nakliye giderlerinin toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine oranı 2020 yılı içerisinde %49,1, 2019 yılında %53,5 ve 2018 yılında %41,2'dir. Ciro primlerinin toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine oranı 2020 yılında %24,5, 2019 yılında %12,6 ve 2018 yılında %17,3'dir.

Nakliye ve navlun giderleri toplamı 2021 yılı ilk üç ayında toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin %64,4'ünü ve 2020 yılında aynı dönemde %60,2'sini oluşturmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerin detayı gösterilmiştir.

Tablo 10 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Ticari İşlemlerden Kaynaklanan Kur Farkı	22.075.828	1.807.739	8.996.198	4.098.794	9.680.793
Hurda Satış Gelirleri	1.557.877	1.702.182	1.251.745	591.546	541.851
Tahakkuk Etmemiş Finansman Gideri	720.899	1.839.890	363.407	363.407	907.330
Kira Gelirleri	419.267	862.126	630.214	451.508	467.472
Yansıtma Gelirleri	223.094	280.608	440.222	149.901	349.526
Sigorta Hasar Tazminatı	--	125.476	13.225	5.515	36.775
Konusu Kalmayan Şüpheli Alacaklar	15.622	--	25.000	26.363	955
Konusu Kalmayan Dava Karşılıkları	--	--	234.564	26.576	--
Konusu Kalmayan Beklenen Kredi Zararları Karşılığı	--	303.830	--	--	--
Temettü Gelirleri	315.609	--	285.621	--	--
Diğer	785.173	162.260	1.274.777	523.881	98.376
Toplam	26.113.369	7.084.111	13.514.973	6.237.491	12.083.078

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler hesabı 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla 13.514.973 TL'dir. Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer gelirler hesabı temel olarak ticari işlemlerden kaynaklanan kur farklarından ve hurda satış gelirlerinden oluşmaktadır. Ayrıca konusu kalmayan karşılık gelirleri de esas faaliyetlerden diğer gelirler içinde raporlanmaktadır.

Ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri 2021 yılı altı aylık dönemde yaşanan kur artışlarından dolayı 2020 yılı altı aylık dönemine göre yaklaşık %136 oranında artış göstermiştir. Ayrıca bu kur farkı gelirleri aynı dönemin esas faaliyetlerden diğer gelirlerin %80'ini oluşturmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Giderlerin detayı gösterilmiştir.

Tablo 11 Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar

Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Ticari İşlemlerden Kaynaklanan Kur Farkı	22.990.154	6.387.312	5.849.487	2.010.148	2.483.447
Tahakkuk Etmemiş Finansman Geliri	362.516	784.585	228.545	228.545	106.815
Tazminat ve Diğer Ceza Giderleri	178.811	--	--	--	--
Önceki Dönem Zararları	73.328	61.955	94.811	--	33.667

Beklenen Kredi Zararları Karşılığı	191.971	--	78.487	420.878	12.149
Diğer	480.682	216.310	198.499	57.167	163.266
Toplam	24.277.462	7.450.162	6.449.829	2.716.738	2.799.344

Esas faaliyetlerden giderler ve zararlar hesabı 31.12.2020 hesap dönemi itibarı ile 6.449.829 TL'dir. Şirket'in esas faaliyetlerden giderleri ve zararları çoğunlukla ticari işlemlerden kaynaklanan kur farklarından oluşmaktadır. 01.01.-30.06.2021 hesap döneminde de ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkları esas faaliyetlerden giderler ve zararlar hesabının yaklaşık %88'ini oluşturmaktadır.

Tablo 12 Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Değer Artışları			122.274.421		
Finansal Varlık Satış Karı			58.204.379		
Duran Varlık Satış Karı	193.407	39.017	779.573	--	2.042.684
Toplam	193.407	39.017	181.258.373	--	2.042.684

Şirket'in 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla yatırım faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değer artışlarından ve elinde bulundurduğu finansal varlıkların satış karından elde etmiştir.

Tablo 13 Yatırım Faaliyetlerinden Giderler

Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Finansal Varlık Satış Zararı			42.645.577		
Duran Varlık Satış Zararı	413.914	--	--	--	--
Toplam	413.914	--	42.645.577	--	--

Şirket'in 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla yatırım faaliyetlerinden giderlerini elinde bulundurduğu Kombassan Giyim Gıda Turizm San. Tic. A.Ş., Bera Turizm İnşaat Tic. A.Ş., Komyapı Hazırbeton Prefabrik İnşaat San.Tic. A.Ş., Koveka Konya ve Karaman Tekstil San. Dış Tic. A.Ş. ve Kar-Su Çamlıca Köyü Su İşletmeleri A.Ş. finansal varlıkların satışlarının zararlarından oluşmaktadır.

Tablo 14 Finansman Gelirleri ve Giderleri

Finansman Giderleri (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Kredilere İlişkin Kur Farkı	27.053.784	6.890.849	12.972.514	2.373.495	4.166.500
Kredilere İlişkin Faiz Gideri	3.431.367	5.948.645	5.421.481	5.395.031	3.688.317
Kambiyo Zararları	19.796.719	4.431.067	3.154.131	144.768	1.391.184
Banka Teminat Mektubu ve Kredi Kartı Komisyon Giderleri	998.417	1.009.071	1.064.822	482.045	374.458
Vade Farkı ve Diğer Finansman Giderleri	876.452	3.033.790	495.903	852.608	41.369
Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Faiz Gideri	50.960	57.538	404.653	31.960	46.942
Toplam	52.207.699	21.370.960	23.513.504	9.279.907	9.708.770

Şirket'in finansman giderleri toplamı 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla 23.513.504 TL'dir. Finansman giderleri çoğunlukla kullanılan kredilerin kur farklarından, kredilerin faiz giderlerinden, işletmenin faaliyetleri ile alakalı döviz cinsinden olan işlemlerinden ve banka teminat mektubu ve kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır. 2021 ve 2020 yılı altı aylık hesap döneminde finansman giderleri çoğunlukla olarak kredilere ilişkin kur ve faiz giderlerinden oluşmaktadır.

Tablo 15 Finansman Giderleri

Finansman Giderleri (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Kambiyo Karları	36.682.035	9.018.626	17.621.794	8.954.080	10.263.867
Faiz ve Vade Farkı Gelirleri	895.645	3.159.878	2.401.451	1.439.246	1.106.301
Toplam	37.577.680	12.178.504	20.023.245	10.393.326	11.370.168

Finansman gelirleri 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla 20.023.245 TL'dir. Şirket'in finansman gelirleri kambiyo karlarından ve faiz ve vade farkı gelirlerinden oluşmaktadır.

Kur Farkları Gelirleri / Giderleri

Şirket, yapmış olduğu yurtdışı satışlar ile yurtiçinde dövize endekli olarak yaptığı satışlara ilişkin olarak elde ettiği döviz cinsinden ticari alacakları, Türk Lirası'nın diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmesinden dolayı ticari faaliyetlerinden dolayı kur farkı gelirleri elde etmektedir. Ayrıca Şirket'in içinde bulunduğu kâğıt sektöründe hammaddelerin genellikle ithale dayalı olması sebebiyle Şirket'in ticari faaliyetlerinden kaynaklanan kur farkları giderleri ve kullanmış olduğu kredilerin de bazılarının yabancı para döviz cinsinden olması sebebiyle de finansman giderleri bulunmaktadır. 30.06.2021 itibarı ile Şirket'in kur farkı gelir gideri pozitif pozisyona geçmiştir.

Tablo 16 Kur Farkı Gelir / Gideri

Kur Farkı Gelir / Gideri (TL)	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2021
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri	22.075.828	1.807.739	8.996.198	4.098.794	9.680.793
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Giderleri	22.990.154	6.387.312	5.849.487	2.010.148	2.483.447
Ticari Faaliyetlerden Net Kur Farkı Geliri/Gideri	(914.326)	(4.579.573)	3.146.711	2.088.646	7.197.346
Kredi Kur Farkı Giderleri	27.053.784	6.890.849	12.972.514	2.373.495	4.166.500
Kambiyo Karları	36.682.035	9.018.626	17.621.794	8.954.080	10.263.867
Toplam Kur Farkı Geliri/Gideri	8.713.925	(2.451.796)	7.795.991	8.669.231	13.294.713

Tablo 17 Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Dönen Varlıklar	228.283.627	321.407.061	265.796.354	285.966.365
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.189.125	26.433.195	66.996.536	11.153.244
Ticari Alacaklar	63.031.181	37.874.945	70.501.318	85.971.739
Diğer Alacaklar	68.139.435	155.913.348	3.249.341	31.229.800
Stoklar	83.752.650	86.260.227	106.328.753	131.858.251
Peşin Ödenmiş Giderler	3.312.626	3.664.080	4.413.461	3.255.565
Diğer Dönen Varlıklar	7.858.610	11.261.266	14.306.945	22.497.766
Duran Varlıklar	559.783.421	567.540.310	725.412.610	702.628.466
Finansal Yatırımlar	97.738.793	112.907.744	68.493.225	47.731.823
Diğer Alacaklar	--	--	--	--
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	114.856.314	108.825.831	161.296.366	157.928.197
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	202.424.245	202.041.045	323.645.521	321.836.362
Maddi Duran Varlıklar	133.647.130	134.853.530	167.626.142	168.273.599
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	273.392	437.201	447.895	397.358
Kullanım Hakkı Varlıkları	232.528	147.972	88.784	21.140
Ertelenmiş Vergi Varlığı	10.611.019	8.326.987	3.814.677	6.439.987
TOPLAM VARLIKLAR	788.067.048	888.947.371	991.208.964	988.594.831
Kısa Vadeli Yükümlülükler	107.133.634	162.129.746	75.838.803	86.878.408
Kısa Vadeli Borçlanmalar	24.691.507	28.154.689	1.659.872	5.308.801
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	20.079.633	38.109.014	45.092.390	37.949.565
Diğer Finansal Yükümlülükler	87.309	98.145	237.809	--
Ticari Borçlar	27.670.078	15.557.295	14.897.904	21.643.411
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.063.037	2.794.825	3.289.790	3.476.601
Diğer Borçlar	26.257.477	62.101.943	298.375	315.822


HALKYATIRIM
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	2.048.282	658.015	2.708.871	7.658.897
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.538.751	1.887.431	1.960.486	2.485.376
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.697.560	12.768.389	5.693.306	8.079.935
Uzun Vadeli Yükümlülükler	86.256.218	147.818.227	126.021.697	110.826.058
Uzun Vadeli Borçlanmalar	42.262.339	102.312.311	64.578.894	50.525.414
Diğer Finansal Yükümlülükler	176.381	16.849	16.849	--
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.641.524	7.530.422	9.640.833	11.927.623
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	37.175.974	37.958.645	51.785.121	48.373.021
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	594.677.196	578.999.398	789.348.464	790.890.365
Ana Ortaklığı Ait Özkaynaklar	594.677.196	578.999.398	789.348.464	790.890.365
Ödenmiş Sermaye	130.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	169.256.925	169.256.925	169.256.925	169.256.925
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	--	--	13.093.563	13.093.563
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	267.774.109	267.022.475	250.895.092	250.081.321
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(14.822.454)	(1.769.021)	8.985.705	(12.265.445)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	11.204.166	18.333.919	19.642.583	21.479.046
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	(14.381.938)	(22.526.454)	27.003.340	178.826.124
Dönem Net Karı/Zararı	45.646.378	18.681.554	170.471.256	40.418.831
TOPLAM KAYNAKLAR	788.067.048	888.947.371	991.208.964	988.594.831

Dönen Varlıklar

Şirket özellikle 2018 yılında yaşanan kur değişiminden asgari seviyede etkilenebilmek ve hammadde tedariginde nakit ödemenin avantajlarını kullanabilmek adına elinde bulundurduğu nakit miktarını artırdığı için Nakit ve Nakit Benzerleri Dönen Varlıklar'ın 2019 yılı sonu itibarıyla %8,2'sini oluşturuyorken, 2020 yılsonu itibarıyla bu oran %25,2'ye yükselmiştir. 30.06.2021 tarihi itibarıyla Nakit ve Nakit Benzerleri'nde 31.12.2020'e göre ciddi bir azalma olmuştur. Bu azalmanın ana nedenleri, ticari alacaklardaki artış, stok alımları nedeniyle meydana gelen artışlar ile Şirket ortağı Bera Holding'e verilen ticari olmayan alacakların finanse edilmesidir.

Ticari Alacaklar 2019 yılında Şirket'in tahsil kabiliyetinin artması ile beraber 2018 yılında ortalama 60 gün olan alacak tahsil süresi, 2019 yılında ortalama 35 gün olmuştur. 2020 Mart ayında başlayan ve tüm dünyada etkisi gösteren pandemi sebebiyle satış sonrası vade sürelerinde artış gerçekleştiği için, 2020 yılında ortalama tahsil süresi 63 güne çıkmıştır. 2021 yılı ilk 6 aylık dönemde de Ticari Alacaklar ortalama tahsil süresi yaklaşık 53 gün olarak 2020 yılı faaliyet dönemine göre azalma göstermiştir.

2020 yılında diğer alacaklar hesabının azalması, ilişkili taraflardan var olan ticari olmayan alacakların tahsil suretiyle tasfiye edilmesinden kaynaklanmıştır. Bu alacaklar ağırlıklı olarak Şirket üzerinden alınan kredilerin, Grup şirketlerine kullandırılmasından kaynaklanan alacaklardan oluşmuştur. 2021 yılında ilişkili taraflardan diğer alacaklar hesabı 31.12.2020 tutarına göre artış göstermiştir ve 30.06.2021 itibari ile Dönen Varlıkların yaklaşık %10'unu kapsamaktadır. Bu artış Şirket'in ortağı Bera Holding'e kullandığı fonlardan kaynaklanmıştır.

Nakit avantajlarından yararlanmak ve pandeminin ticaret hayatına getirdiği belirsizliklerden korunmak isteyen Şirket, mümkün olduğunca stok biriktirerek çalışmaktadır. 2020 yılı sonunda 2019 yılı sonuna göre stoklar %40 oranında artış göstermiştir. 2019 yılında 97 gün ve 2018 yılında ortalama 110 gün olan stok devir gün sayısı artan stok yatırımları ile beraber 2020 yılında ortalama 126 gün olmuştur. 2021'in ilk 6 aylık dönemi sonu itibarıyla ortalama stok devir gün sayısı 105 olmuştur ve bu sebeple ilgili faaliyet dönemi sonu itibari ile stoklar hesabı önceki döneme göre yaklaşık %24 oranında azalmıştır. 30.06.2021 tarihinde stoklar hesabı dönen varlıkların da %46,1'ini kapsamaktadır.

Diğer Dönen Varlıklar çoğunlukla devreden KDV varlıklarından oluşmaktadır. Şirket satışlarının önemli bir kısmı indirimli orana tabi satışlardan oluşmaktadır. Bu nedenle indirilecek KDV birikmekte ve süreç içerisinde Şirket'in vergi ve OSB'ye olan doğalgaz borçlarının ödenmesinde kullanılmaktadır. 30.06.2021 hesap döneminde Diğer Dönen Varlıklar hesabı 31.12.2020 tarihine göre %57,3 oranında artış göstermiştir.

Dönen Varlıkların Toplam Aktifler'e oranı 2018 yılı sonunda %29,0, 2019 yılsonunda %36,2, 2020 yılsonunda %26,8 ve 2021 6. ay faaliyet dönemi sonunda %28,9'dur. Diğer alacaklardaki azalış ve duran varlıklardaki artıştan dolayı 2020 yılında dönen varlıkların aktif toplama göre oranı azalmıştır.

Duran Varlıklar

2020 ve 2019 yıllarında duran varlıklar toplamında gerçekleşen artışın genel sebebi Şirket'in sahip olduğu maddi duran varlıklar üzerine yapılan değerlemeler ve özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlardan kaynaklanmaktadır.

Finansal Yatırımlar gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in 30.06.2021 ve 31.12.2020 hesap dönemlerinde Finansal Yatırımını oluşturan Bera Holding'e ilgili tarihlerde BİST'te gerçekleşen borsa fiyatına göre değerlendirilmiştir. Bera Holding paylarından 3.000.0000,- adedi Şirket'in 14.12.2020 tarih ve 18 numaralı kararı ile grup şirketlerinden Golda Gıda San. ve Tic. A.Ş.'den işlem günündeki borsa kapanış fiyatından Borsa dışı virman talimatı suretiyle alınmıştır. Finansal Yatırımlar hesabında 30.06.2021 hesap dönemi sonu itibari ile 31.12.2020'e göre %30 oranında azalma gerçekleşmiştir. Bu azalma Şirket aktifinde bulunan Bera Holding paylarının BİST fiyatlarında meydana gelen düşüştür kaynaklanmıştır.

Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlar 2020 yılının sonunda 2019 yılının sonuna göre %48 oranında artış göstermiştir. Bunun sebebi 2020 yılı hesap dönemi içerisinde Şirket Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'e %44,79 oranında iştirak etmiştir. 2019 ve 2018 yıllarında Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen varlıklardan Divapan Entegre Ağaç Panel San. Tic. A.Ş. Şirket'in ilişkili tarafı olan Komel Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'e satılmıştır. Şirket'in Bera Turizm İnşaat Seyahat Tic. A.Ş., MPG Makine Prod. Grubu Mak. İm. San. Tic. A.Ş. ve Kombassan Giyim Gıda Tur. San. İç ve Dış Tic. A.Ş.'üzerindeki hisseleri Bera Holding A.Ş.'ye satılmıştır.

Tablo 18 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar

Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	--	--	161.296.366	157.928.197
Divapan Entegre Ağaç Panel San. Tic. A.Ş.	11.073.659	7.842.837	--	--
Bera Turizm İnşaat Seyahat Tic. A.Ş.	42.817.936	43.395.593	--	--
MPG Makine Prod. Grubu Mak. İm. San. Tic. A.Ş.	15.890.181	11.789.715	--	--
Kombassan Giyim Gıda Tur. San. İç ve Dış Tic. A.Ş.	45.074.538	45.797.686	--	--
Toplam	114.856.314	108.825.831	161.296.366	157.928.197

Yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki artış, Şirket'in elinde bulundurduğu gayrimenkullerde gerçekleşen değer artışından kaynaklanmaktadır. 2020 yılının sonundaki toplam değer, 2019 yılının sonundaki toplam değere göre %60,2 oranında artmıştır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

2020 yılsonu itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerin %59,9'u uzun vadeli kredilerin bir yandan kısa süre içerisinde ödenecek kısımlarından oluşmaktadır. 2020 yılının sonunda kısa vadeli yükümlülükler içerisinde toplam 46.990.071 TL kısa vadeli finansal yükümlülüklerden

oluşmaktadır. 2020 yılsonu itibarı ile kısa vadeli yükümlülükler toplamı pasif toplamın %7,6'sını, 2019 yıl sonu itibarı ile %18,2'sini ve 2018 yıl sonu itibarı ile de %13,5'ini oluşturmaktadır. 2020 sonu itibarıyla kısa vadeli yükümlülükler ortalama %53 oranında azalmıştır. 30.06.2021 tarihi itibarı ile kısa vadeli finansal yükümlülükler 43.258.366 TL'dir ve Pasif Toplamın %4,3'ünü kapsamaktadır. Ayrıca aynı dönem sonu itibarıyla Şirket'in finansal yükümlülüklerinin %46'sı kısa vadeli'dir. 30.06.2021 dönemi sonu itibarı ile uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarında 31.12.2020'e göre %15,8 oranında azalma gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in toplam finansal yükümlülükleri ile nakit ve nakit benzerlerinin net borç tutarlarının karşılaştırılması verilmiştir.

Tablo 19 Net Borç / Net Nakit

Net Borç / Net Nakit (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Toplam Finansal Yükümlülükler	87.297.169	168.691.008	111.585.814	93.783.780
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	2.189.125	26.433.195	66.996.536	11.153.244
Net Borç	85.108.044	142.257.813	44.589.278	82.630.536
Dönem sonu itibarıyla ABD Doları kuru	5,261	5,940	7,341	8,705
ABD Doları Bazında Net Borç	16.177.468	23.948.320	6.074.420	9.492.089

Şirket'in ticari borçları 2020 ve 2019 dönem sonları itibarı ile stabil kalmıştır. 2020 ve 2019 yıllarında borç devir gün sayısı ortalama 18 gün ve 2018 yılında ise ortalama 37 gündür. Şirket ticari borç ödemelerini vade gününde ve aksatmadan gerçekleştirmektedir.

Çalışanlara Sağlanan Faydalar Personele Ödenecek Ücretler ve personellere ilişkin ödenecek vergi ve SGK ödemelerinden oluşmaktadır.

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler müşterilerden alınan sipariş avanslarından meydana gelmektedir.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

2019 yılında Şirket'in kullanmış olduğu uzun vadeli krediler sebebi ile 2019 yılı sonunda Uzun Vadeli Yükümlülükler toplamı 2018 yılının sonuna göre %71,4 oranında artış göstermiştir. 2020 yılsonu itibarıyla uzun vadeli yükümlülükler 2019 yılına göre % 14,7 oranında azalmış ve 30.06.2021 hesap dönemi sonu itibarı ile 31.12.2020 dönem sonuna göre %12,1 oranında azalma göstermiştir.

30.06.2021 dönem sonunda TL ve Euro cinsinden oluşan uzun vadeli finansal borçlanmalar toplamı uzun vadeli yükümlülükler içerisinde %46,6 oranında yer tutmaktadır.

Uzun vadeli karşılıklar personeller için ayrılan kıdem tazminatı karşılıklarından oluşmaktadır.

Özkaynaklar

2020 sonu itibarıyla Özkaynaklar toplamı, Pasif toplamın %79,7'sini oluşturmaktadır. Şirket'in özkaynaklar toplamı 2020 yılsonu itibarıyla, 2019 yılsonuna göre %36,3 oranında artış göstermiştir. Özkaynaklar toplamında 30.06.2021 itibarı ile 31.12.2020'e göre %0,2 oranında değişim göstermiştir.

2020 yılsonu itibarıyla Şirket 170.471.256 TL net kar elde etmiş ve 2019 yılının aynı dönemine göre ortalama %812,6 oranında net karını artırmıştır. 2020 yılı dönem karının içerisinde 120 milyon düzeyinde yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerlendirilmesiyle oluşan gelir rakamı da bulunmaktadır. 2021 yılının ilk altı ayında Şirket 40.418.831 TL net dönem karı performansı göstermiştir.

Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

a-) Cari Oran: Kısa vadeli borçların ödenmesine bir zorluğun olup olmadığını gösterir.

b-) Asit-Test Oranı: Dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu elde edilen değer in kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile bulunur.

c-) Nakit Oranı: İşletmeye hiçbir nakit girişi olmaması durumunda elde bulunan nakitler ve menkul kıymetlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödenebileceğini gösterir.

Aşağıdaki tabloda likidite oranlarının yıllara göre değişimi gösterilmektedir.

Tablo 20 Likidite Oranları

Likidite Oranları				
Oranlar	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	2,14	1,98	3,50	3,29
Asit-Test Oranı (Dönen Varlıklar- Stoklar) /Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,36	1,46	2,12	1,77
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,02	0,16	0,89	0,13

Şirket'in cari oranı 31.12.2020 itibari ile 3,53, asit-test oranı 2,12 ve nakit oranı 0,89'dur. Bu üç oranın da 2019 yılına göre artış göstermesinde nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve stoklarda meydana gelen artışlar önemli yer tutmuştur.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

a-) Kaldıraç Oranı: Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

d-) Özkaynaklar / Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Aşağıdaki tabloda mali oranların yıllara göre değişimini gösterilmektedir.

Tablo 21 Mali Oranlar

Mali Oranlar				
Oranlar	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,24	0,35	0,20	0,20
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,14	0,18	0,08	0,09
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,11	0,17	0,13	0,11
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,76	0,65	0,80	0,80
Alacak Devir Gün Sayısı (Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365) - Gün (*)	60,88	34,58	63,08	53,45
Stok Devir Gün Sayısı (Stoklar/Satışların Maliyeti*365) - Gün (*)	110,77	97,48	126,85	104,67
Borç Devir Gün Sayısı (Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365) - Gün (*)	36,60	17,58	17,77	17,18

(*) 30.06.2021 sütununda Alacak Devir Gün Sayısı, Stok Devir Gün Sayısı ve Borç Devir Gün Sayısı 180 gün üzerinden hesaplanmıştır.

31.12.2020 itibari ile 31.12.2019 dönemine göre %41,6 oranında azalan kaldıraç oranı Şirket'in 2020 döneminde Özkaynaklarını güçlendirdiğini göstermektedir. 2020 yılında Kısa ve Uzun vadeli yükümlülüklerde azalma gerçekleşmiştir. 2021 yılı ilk altı aylık mali oranlar 2020 yılı faaliyet dönemine göre büyük değişimler göstermemiştir.

4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Kağıt ve karton sektörüne ilişkin aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere Türkiye'de kağıt - karton üretimi, 2018 verileri baz alındığında %4,4'lük bir artış göstererek 2019 yılında 4.611.625 tona, 2020 yılında % 5,9'luk bir artışla 4.885.473 tona ulaşmıştır. Oluklu mukavva kağıtları, kartonlar ve temizlik kağıtları üretimlerinde artış olurken yazı - tabı kağıtları üretiminde azalma olmuştur.

Tablo 22 Kağıt Üretimi

	2018 (ton)	2019 (ton)	2020 (ton)	2019/2020 (%)
Gazete Kâğıdı	0	0	0	0
Yazı-Tabı Kâğıdı	254.400	245.000	254.200	3,8%
Sargılık Kağıtlar	97.250	94.500	80.400	-14,9%
Oluklu Mukavva Kağıtları	2.502.373	2.644.646	2.879.594	8,9%
Kartonlar	654.754	714.100	721.907	1,1%
Temizlik Kağıtları	903.199	908.379	944.372	4,0%
Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar	5.000	5.000	5.000	0,0%
TOPLAM	4.416.976	4.611.625	4.885.473	5,9%

Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı

Not: Bu Tablo yıllık olarak paylaşıldığından elimizde 2021 yılı ilk 6 ay bilgileri bulunmamaktadır.

Önümüzdeki yıllarda dijital (kağıtsız) medya ve yayıncılığın ağırlığını daha da artırması durumunda tüketici veya kurumsal müşteri alışkanlıklarında değişiklikler olabilecek, üretimdeki azalma devam edebilecektir. Elektronik yayıncılık ve medya ürünlerine yönelim, ormanların tükenmesine yönelik çevresel endişeler nedeniyle kağıt tüketiminin azaltılması için tedbirler alınması veya tüketici tercihlerinin bu yönde gelişmesi kağıda basılan ürünlere olan talebi uzun vadede olumsuz etkileyebilecektir.

Temel eğitimdeki öğrencilere kitap, ders notu ve diğer basılı eğitim malzemelerinin yerine geçmek üzere tablet bilgisayar dağıtmaya yönelik planların hayata geçirilmesi, e-sınavlar, uzaktan ders anlatımları ve uygulamalı eğitimlerin yaygınlaşması kitap, dergi, defter, fotokopi kağıdı vb. eğitime yönelik masaüstü kağıt ürünlerine olan talebi azaltmaktadır.

Kamuda ve özel sektördeki e-devlet, e-beyanname, e-fatura gibi gelişmeler, e-imza ile elektronik sözleşmeler, kayıtlı e-posta adresi ile e-tebligatlar ve bu elektronik yolların kullanımı için hem özel sektör hem kamudaki teşvikler kağıt tüketimini olumsuz yönde etkilemektedir.

Özellikle Covid-19 salgınının etkisiyle iş hayatının uzaktan çalışmaya uyum sağlaması, uzaktan toplantılar ve dijital sözleşmeler kağıt tüketimini azaltmıştır. 10.03.2021 tarihli 31419 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Uzaktan Çalışma Yönetmeliği, iş hayatındaki söz konusu gelişmelerin kalıcı olabileceğine işaret etmektedir. İşbu gelişmelerin salgın sonrasında sürdürülmesi ve operasyonel değişikliklere sebebiyet vermesi durumunda kağıt sektörü

üzerindeki işbu olumsuz etki sürekli olabilecektir. Şirket, Konya ve Güneşli Şube'deki matbaa tesislerindeki üretimi artırmış ve yine salgın etkisiyle esaslı şekilde artmış olan kutu ambalaj talebine yönelik satışlarla kağıt talebindeki azalmayı telafi etmek yönünde aksiyon almıştır. Adrese sipariş yöntemiyle internet ve telefon uygulamalarıyla alışverişin sürekli şekilde tüketicinin hayatına girdiği ve kutu ambalaj talebindeki artışın devam edeceği öngörülmektedir.

Finansal dönemleri itibarıyla Şirket'in net satış tutarları aşağıdaki tabloda görülebilmektedir:

Tablo 23 Net Satışlar

Faaliyet Kategorileri	01.01.- 30.06.2021	Oran (%)	01.01.- 31.12.2020	Oran (%)	01.01.- 31.12.2020	Oran (%)	01.01.- 31.12.2018	Oran (%)
Bobin, ebat, fotokopi	197.133.552	68,1	274.868.108	67,4	269.870.082	67,5	265.597.915	70,3
Matbaa	20.548.716	7,1	34.217.205	8,4	39.879.467	9,9	42.998.325	11,4
Defter	2.713.253	0,9	3.506.751	0,9	7.628.780	1,9	6.117.672	1,6
Ambalaj kutuları	66.240.494	22,9	91.240.693	22,3	73.819.745	18,5	58.309.155	15,4
Palet	220.532	0,1	334.410	0,1	236.439	0,1	509.038	0,1
Hurda matbaa	1.892.743	0,7	1.837.495	0,4	1.700.313	0,4	1.380.466	0,4
Ticari mal ve diğer	751.475	0,3	1.960.224	0,5	6.690.236	1,7	2.986.455	0,8
Net satışlar	289.500.765		407.964.886		399.825.062		377.899.026	

Şirket'in ürün grupları bazında satış oranları son 3 yılda ve 2021 yılı ilk 6 ayında esaslı bir değişime uğramamıştır. Bununla birlikte yazı tabı kağıdının ciro içindeki payı %2 düzeyinde düşerken, baskı esaslı matbaacılık geliri %4 gerilemiş, bununla birlikte yukarıda açıklanan değişen tüketim alışkanlıkları ve dijitalleşmenin getirdiği yönelimler çerçevesinde ambalaj kutusuna yönelik matbaacılık geliri %7 düzeyinde artmıştır. Ek olarak, plastik türevi petrokimya ürünü hammaddelerden ve diğer alternatif girdilerden ambalajlar da üretilebilmektedir. Söz konusu hammaddelerin maliyetlerinin kağıda göre düşük kalması durumunda kurumsal müşteriler bu tür ambalaj kullanımına yönelebilir. Böyle bir gelişme Şirket'in kutu ambalaj satışı faaliyetlerini olumsuz etkileyebilecektir.

Rekabet Kurumu, Kağıt ve Karton sektöründeki şirket ve kurumlara yönelik re'sen gerçekleştirmiş olduğu incelemenin 27.02.2019 tarihli gerekçeli kararında kağıt sektörü, ambalaj kağıtları sektörü, oluklu mukavva sektörü ile karton ve karton ambalaj sektörlerinin yapı itibarıyla çok oyunculu bir karakter sergilediği, dolayısıyla mezkur sektörlerden herhangi birinde hakim durumda nitelendirilebilecek teşebbüslerin varlığının bulunamayacağı yönünde tespitte bulunmuştur. İşbu inceleme sonucunda Rekabet Kurumu herhangi bir mevzuat ihlaline rastlamamış ve soruşturma açılmasına gerek olmadığı yönünde karar vermiştir.

1. hamur kağıdı üretiminde ülkemizde dört şirket faaliyet göstermektedir. Bunun yanında ithal ürünler de sektörel rekabet açısından önemli bir yer tutmaktadır. Sektörün bu rekabetçi yapısı, Şirket'in müşteri memnuniyeti ve ürün kalitesi yönünde sürekli yatırımlar yapmasını gerekli kılmaktadır. Şirket, söz konusu yatırımları zamanında yerine getirmedeği takdirde, bu durum Şirket'in müşterilerini ve pazar payını kaybetmesine neden olabilir. Şirket ilgili yatırımların maliyetleri nedeniyle kar marjını dönemsel olarak kaybedebilir.

Türkiye aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere 2019 yılında Yazı-Tabı kağıdı kategorisinde yaklaşık 1.250.000 ton tüketim ihtiyacının 950.000 tonunu ithalat ile sağlamıştır. 2020 yılında ithal edilen yazı tabı kağıdı ise 863 ton düzeyinde olmuştur. Özellikle bobinlere sarılı şekilde ithal edilen kağıt, müşterilerin talebine göre bobin olarak veya ebatlara bölünerek satılmaktadır. Hammadde bakımından yurt dışına bağımlılığın getirdiği yüksek maliyetler ve bazı kağıt

türlerinde yeterli kaliteye ulaşılamaması sebebiyle yurtiçi kağıt tüketimde büyük oranda ithalat yoluna gidilmektedir.

Tablo 24 İthalatın Alt Gruplara Göre Dağılımı

	2018 (ton)	2019 (ton)	2020 (ton)	2019/2020 (%)	2021 yılı/6 aylık (ton)
Gazete Kâğıdı	179.789	140.803	123.858	-12.0%	63.602
Yazı-Tabı Kâğıdı	861.479	947.877	863.326	-8.9%	352.712
Sargılık Kağıtlar	373.496	390.060	422.985	8.4%	203.419
Oluklu Mukavva Kağıtları	590.795	455.594	542.458	19.1%	276.195
Kartonlar	530.146	597.001	659.450	10.5%	374.206
Temizlik Kağıtları	3.123	1.888	4.288	127.1%	3.458
Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar	21.925	23.092	25.162	9.0%	11.086
TOPLAM KAĞIT-KARTON	2.560.753	2.556.315	2.641.527	3.3%	1.284.678
KAĞIT-KARTON ÜRÜNLERİ	93.544	93.700	106.780	14.0%	53.237
TOPLAM	2.654.297	2.650.015	2.748.307	3.7%	1.337.915

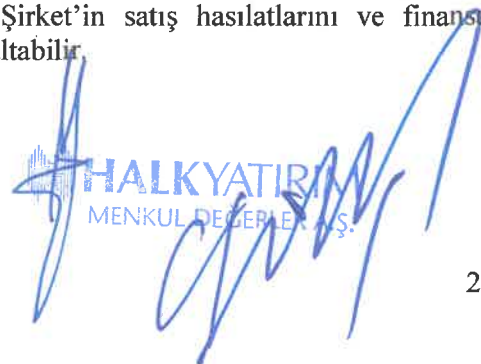
Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı

Hali hazırda yurt içi üretimin bir hayli üzerinde olan ülke kağıt talebinin karşılanması amacıyla 1. Hamur kağıtlara uygulanan %10 oranındaki ek gümrük vergisinin kaldırılması veya düşürülmesi halinde ithal ürünlerle rekabet zorluğu yaşanabilecek ve Şirket gelirleri olumsuz etkilenebilecektir.

İklim değişiklikleri, küresel ısınma ve su kaynaklarının azalması nedeniyle endüstriyel amaçlı ormanlarda yetiştirilen ağaçlarda verim azalabilir, ihtiyaç duyulan miktarda selüloz arzının gerçekleşmemesi ve bu surette fiyatların artması gelecekteki ihtimallerden sayılabilir. İklim olayları, çevresel faktörler, sel, deprem, salgın hastalıklar gibi doğa olayları ve olağanüstü haller (force majeure), selüloz üretiminin beklenenden az gerçekleşmesine neden olabilir. Şirket selüloz üretiminde tamamen dışa bağıldır ve bu kapsamda küresel iklim değişiklikleri nedeniyle ortaya çıkabilecek olumsuzluklar Şirket'in ana hammadde durumunda bulunan beyaz selüloz üretimi ve arzında genel olumsuzluklara neden olabilir. Bu hallerde, tüm selüloz arzında yaşanacak olan fiyat artışı üretim maliyetlerinin artmasına ve Şirket'in satış gelirleri aynı olsa bile, karlılıkları üzerinde olumsuz etkilere neden olabilir.

Türkiye bulunduğu coğrafi yer sebebiyle ülke riski taşımakta olup, politik ve siyasal olarak sorunlar yaşanabilen, çatışmaların yaşanmakta olduğu ülkelere çok yakın bir konumda yer almaktadır. Ülkelerin korumacı ticaret politikalarını sertleştirmeleri ve / veya ek gümrük vergisi benzeri olası uygulamaları Şirket'in ithalat maliyetlerini ve ihracat hasılatını olumsuz yönde etkileyebilir.

Sektörde ABD, Çin, Finlandiya ve İsveç menşeli büyük şirketler başı çekmektedir. Toplam kağıt üretiminde ise Avrupa Birliği ülkeleri baskın durumdadır. Bu dev şirketlerin global fiyat ve üretim politikaları piyasa koşullarını radikal şekilde etkileyebilmektedir. Özellikle Çin'in büyük ölçekli kağıt yatırımlarını aktive etmesi durumunda gerek hammadde tedarikinde ve gerekse ürünlerin pazarlamasında sıkıntı yaşanabilir. Bu ve benzeri küresel ölçekli Şirket'in kontrolü dışında gerçekleşen durum ve olaylar Şirket'in satış hasılatlarını ve finansal durumunu olumsuz etkileyebilir, rekabet gücünü azaltabilir.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

5. DEĞERLEME ANALİZİ

Değerlenen Varlığın Niteliği

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 40 Gelir Yaklaşımını “Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.” şeklinde tanımlamaktadır. Gelir Yaklaşımı olarak İndirgenmiş Nakit Akışları kullanılmış olup nakit akış türü olarak firma serbest nakit akışları kullanılmıştır.

Kullanılan Yaklaşımların Değerlemenin Kapsamına ve Amacına Uygunluğu

Kullanılan Değer Esası – Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

Piyasa Yaklaşımı için Pazar Değeri

Gelir Yaklaşımı için Makul Değer dikkate alınmıştır.

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer sırası ile 30.1 ve 50.1 uyarınca aşağıda tanımlanmıştır.

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

Makul Değer - Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır. Aynı zamanda 50.4 maddesi ile makul değer kullanımına örnek olarak “Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi” ifadesi doğrultusunda Gelir Yaklaşımı'nda kullanılmıştır.

Belirtilen değer esasları ile uyumlu olarak Pazar Yaklaşımı ve İNA yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler

Şirket'in 30.06.2021, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 dönemi finansal tabloları ve Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

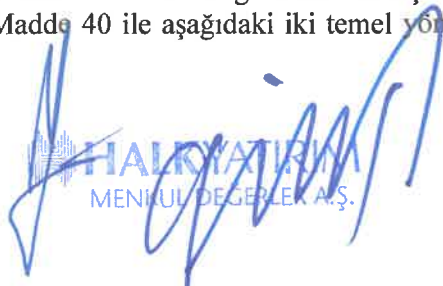
Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler kamuya açık kaynaklar, Bloomberg, Rasyonet ve Merger Market adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

Şirket'in Halka Arz Edilecek Pay Başına Değerin Tespitinde Kullanılan Yöntemler

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer esaslarına göre çalışmalar yapılmış ve Pazar Değeri için Pazar Yöntemi, Makul Değer için İNA Yöntemi kullanılmıştır.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) analizi sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Değerleme Yaklaşımlarının Güçlü ve Zayıf Yönleri
Tablo 25 Değerleme Yaklaşımlarının Güçlü ve Zayıf Yönleri

Değerleme Yöntemleri	Avantaj	Dezavantaj
Pazar Yaklaşımı – Benzer Şirket	Basit ve sezgiseldir	Yakın dönemli tahminlerin şirketin genel potansiyelini olduğundan az göstermesi muhtemeldir
	Yatırımcılar tarafından karşılaştırılabilir kuruluşlar için yapılan değerlemelerle bağlantılıdır İlgili emsallerin seçiminde çeşitli makro, faaliyetssel ve finansal göstergelerine dayalı esneklik sağlar	Coğrafi, ticari yapısı ve büyüme profili açısından gerçekten karşılaştırılabilir halka açık şirketler sınırlıdır
Pazar Yaklaşımı – Benzer İşlem	Basit ve sezgiseldir	Azınlık payı işlem değerlemeleri belli işlem dinamikleri çerçevesinde mevcut piyasa değerlemelerinden farklılık gösterebilir
	Azınlık işlemleri ile kontrol işlemleri ayrı olarak değerlendirilerek priminin tespiti hakkında esneklik sağlayabilir Alıcılar değerlemeleri, daha derin bir değerlendirme analizini sağlayan detaylı inceleme çalışması sonrasında kabul eder	Kurumsal yönetim hakları ve belirli know how (gayrimaddi hak) devir düzenlemeleri gerçek değerlemenin daha az açıklayıcı olmasına neden olabilir
İNA	Doğrudan yatırımcıların nakit olarak elde edebileceği getiri üzerinden değer tespiti yapılmaktadır	Nakit akımlarının hesaplanması karmaşık bir işlem olup, gerekli düzeltmelerin yapılması gerekmektedir
	Şirketlerin ilerleyen yıllarda oluşturması beklenen değer göz önünde bulundurulmaktadır Olası sinerjinin değere etkisi ölçülebilmektedir	Devam eden büyüme oranı ve iskonto oranındaki değişikliklere güçlü duyarlılık göstermektedir

İşbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak bu raporun 7. Sayfasında yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

5.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değer tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir. Pazar yaklaşımı kapsamında kullanılacak olan benzer şirket araştırması sürecinde Bloomberg, Rasyonet ve Merger Market gibi veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır. Bloomberg ve Merger Market yurtdışı benzer şirketlerin araştırılmasında, Rasyonet yurtiçi benzer şirketlerin araştırılması sürecinde kullanılmıştır.

Benzer şirketlerin çarpanları 12.10.2021 tarihli verilerdir. Yurtdışında benzer şirket araştırmasında hijyen kağıt üreticileri haricinde kalan kağıt ve karton üreticileri benzer şirket olarak kabul edilmiştir.

Şirket'in halka arz sonrasında BIST Orman, Kağıt, Basım endeksinde işlem görebileceği değerlendirilmektedir. Dolayısı ile bu endeks kapsamında işlem gören gazete dergi basım haricinde kağıt üreticisi olan şirketler (36. Sayfada yer almaktadır) değerlemeye dahil edilmiştir. Söz konusu şirketlerin yukarıda belirtilen tarihteki değerlendirme çarpanları kullanılmıştır.

BIST Orman, Kağıt, Basım endeksine ek olarak yurtdışında ağırlıklı olarak takip edilen en yüksek piyasa değerine sahip şirketlerin işlem gördüğü BIST 100 endeks çarpanları da değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Benzer şirketlerin yukarıda belirtilen tarihteki değerlendirme çarpanları kartil hesaplamasına dahil edilmiş 1. Kartilden düşük ve 3. Kartilden büyük olan çarpanlar değerlemenin dışında tutulmuştur. Kalan çarpanların medyanı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

5.1.1. Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples)

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Şirket Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

5.1.2. Benzer İşlem Çarpanları Analizi (Transaction Multiples)

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin

coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değer tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlendirilmesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlendirilmesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

5.1.3. Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

30.06.2021 hesap dönemine ait FD / FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK değeri, PD / Net Kar çarpan analizinde kullanılan Net Kar, PD / DD çarpan analizinde kullanılan Özkaynak değeri ve FD / Satışlar çarpan analizinde kullanılan Satış Gelirleri aşağıda yer almaktadır. Söz konusu seçilmiş finansallar gelir tablosu kalemleri için 2021/6 seçilmiş finansal / 6 * 12 formülü ile yıllıklandırılmıştır. Özkaynak 2021/6 dönemi bilançodaki veri üzerinden değerlemeye dahil edilmiştir. Şirket'in Pazar yaklaşımında kullanılacak olan finansal verilerinin dört değerlendirme çarpanının da kullanılmasına imkan sağlaması ve eşit ağırlıklandırılarak değerlemeye dahil edilmesine bağlı olarak değerlendirme çalışmasında yukarıda belirtilen değerlendirme çarpanları kullanılmıştır. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinden olan arsa değerindeki artış gelir tablosunu ve özkaynakları belirtilen dönemde etkilemesi nedeniyle PD / DD çarpanı ve F / K çarpanı aynı zamanda kullanılmıştır.

Tablo 26: Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Mn TL	2021/6	2021/6 Yıllıklandırılmış
Özkaynaklar	790,9	790,9
Satışlar	289,5	579,0
Brüt Kar	62,7	125,5
Faaliyet Karı	47,1	94,2
Amortisman ve İtfâ Payları	4,3	8,6
FAVÖK	51,4	102,8
Net Kar	40,4	80,8

5.1.4. Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Yurtdışı benzer şirketler yurtdışında organize bir borsaya kote olan, hijyen kağıt üreticileri haricinde kalan Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler olarak tespit edilmiştir. Benzer şirketler 2021/2Ç dönemine göre yıllıklandırılmış Brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı Bloomberg terminal verisi olarak alınmıştır. Şirket'in 2018 -2021/6 dönemi arasında gerçekleşmiş brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı aralıkları %22 - %27, %16 - %21 ve %18 - %22 olarak belirlenmiştir. Benzer şirketlerin marjları şirketin marjlarından birisini karşılayamıyorsa değerlendirme dışında tutulmuştur.

Tablo 27: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Borsa Kodu	Şirket Adı	Ülke	Brüt Kar Marjı	Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı
UPM-FH-Equity	UPM-KYMMENE-OYJ	Finlandiya		40.8	16.6
SUZB3-BZ-Equity	SUZANO-SA	Brezilya			
CMPC CI Equity	EMPRESAS CMPC SA	Şili	21.97	10.5	19.7
002078 CH Equity	SHANDONG SUN PAPER INDUSTR-A	Çin	18.93	16.4	
INKP IJ Equity	INDAH KIAT PULP & PAPER TBK	Endonezya	30.25	18.9	28.0
200488 CH Equity	SHANDONG CHENMING PAPER-B	Çin	26.20	17.6	
600966 CH Equity	SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A	Çin	25.24	19.5	
3880-JP-Equity	DAIO PAPER-CORP	Japonya	27.01	6.0	12.5
TKIM IJ-Equity	PABRIK-KERTAS TJIWI KIMIA-PT	Endonezya	14.38	4.0	13.1
NVG PL Equity	NAVIGATOR CO SA/THE	Portekiz	59.20	11.9	21.0

UFS-US-Equity	DOMTAR CORP	Amerika	17.83	-2.2	4.8
1907 TT Equity	YFY INC	Tayvan	23.41	11.2	16.3
SAP-SJ-Equity	SAPPI LIMITED	Güney-Afrika	7.13	-1.8	7.0
ALTR-PL-Equity	ALTRI-SGPS-SA	Portekiz	57.03	14.9	26.4
600963 CH-Equity	YUEYANG FOREST & PAPER CO-A	Çin	19.51	10.4	
605007 CH-Equity	QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A	Çin	23.13	17.9	
1909 TT-Equity	LONG CHEN PAPER & PACKAGING	Tayvan	17.58	8.1	13.1
3708 JP-Equity	TOKUSHU TOKAI PAPER CO LTD	Japonya	14.00	3.8	12.4
VRS-US-Equity	VERSO CORP-A	Amerika	4.79	-21.1	-2.7
JKPAPER IN-Equity	JK PAPER LTD	Hindistan		15.8	22.0
600793 CH-Equity	YIBIN PAPER INDUSTRY CO-A	Çin	6.13	2.0	
002235 CH-Equity	XIAMEN ANNE CORP -A	Çin	26.09	-185.8	
603863 CH-Equity	GUANGDONG SONGYANG RECYCLE-A	Çin	19.04	10.9	
213500 KS-Equity	HANSOL PAPER CO LTD	Güney-Kore	18.20	3.7	9.6
WCPM-IN-Equity	WEST COAST PAPER MILLS LTD	Hindistan		6.1	17.4
IBG-SM-Equity	IBERPAPEL GESTION SA	İspanya		-44.6	
3864 JP-Equity	MITSUBISHI PAPER MILLS LTD	Japonya	14.52	-0.5	4.7
3877 JP-Equity	CHUETSU PULP & PAPER CO LTD	Japonya	16.44	-0.8	7.1
CRPR-LN-Equity	CROPPER (JAMES) PLC	İngiltere			
ANHPR-IN-Equity	ANDHRA PAPER LTD	Hindistan		8.0	16.3
SATIA-IN-Equity	SATIA INDUSTRIES LTD	Hindistan		14.8	23.4
ATC-PW-Equity	ARCTIC PAPER SA	Polonya	19.10	5.1	9.0
KAUN-IN-Equity	KUANTUM PAPERS LTD	Hindistan		0.9	7.8
001020 KS-Equity	PAPERCOREA INC	Güney-Kore	14.92	7.2	10.2
001810 KS-Equity	MOORIM SP CO LTD	Güney-Kore	14.79	6.5	8.5
SEPL-PA-Equity	SECURITY PAPERS LTD	Pakistan	37.80	36.5	41.2
RNSP-IN-Equity	SHREE RAMA NEWSPRINT LTD	Hindistan		-13.8	-3.9
GVT-VN-Equity	VIET TRI PAPER JSC	Vietnam			
STPM-IN-Equity	STAR PAPER MILLS LTD	Hindistan		6.6	8.6
KMP-PW-Equity	PRZEDSIĘBIORSTWO PRODUKCYJNO	Polonya	20.36	10.3	16.5
SIPM-IN-Equity	SOUTH INDIA PAPER MILLS LTD	Hindistan		11.5	16.5
SHYI-IN-Equity	SHREYANS INDUSTRIES LTD	Hindistan		1.3	3.9
HHP-VN-Equity	HAI-PHONG HOANG HA PAPER JSC	Vietnam	8.73	7.5	10.2
MALP-IN-Equity	MALU PAPER MILLS LTD	Hindistan		-2.2	1.0
GPII-IN-Equity	GANGA PAPERS INDIA LTD	Hindistan		3.0	4.6
MDP-MC-Equity	MED PAPER SA	Fas			
DAP-VN-Equity	DOPACK JSC	Vietnam			
SRBP-IN-Equity	SHREE BHAWANI PAPER MILLS	Hindistan			
CELLA-IN-Equity	CELLA SPACE LTD	Hindistan		22.1	40.0
RMPM-IN-Equity	RAMA PAPER MILLS LTD	Hindistan		1.5	5.1
SLP-IN-Equity	SANGAL PAPERS LTD	Hindistan		2.7	4.0
MHPM-IN-Equity	MOHIT PAPER MILLS LTD	Hindistan		-0.5	4.9
CHDP-IN-Equity	CHADHA PAPERS LTD	Hindistan		-5.9	-3.3
SRKT-IN-Equity	SHREE KARTHIK PAPERS LTD	Hindistan		-8.2	-3.5
AGIO-IN-Equity	AGIO PAPER & INDUSTRIES LTD	Hindistan			
SRPM-IN-Equity	SHREE RAJESHWARANAND PAPER-M	Hindistan			
SAFF-IN-Equity	SAFFRON INDUSTRIES LTD	Hindistan		-27.0	-10.4
CRNP-IN-Equity	CORAL NEWSPRINTS LTD	Hindistan		-51.5	-49.7
BPMI-US-Equity	BADGER PAPER MILLS INC	Amerika			
PTBTQ-US-Equity	POPE & TALBOT INC	Amerika			

Kar marjları bazında yapılan eliminasyon sonrası kalan benzer şirketlerin yukarıda belirtilen değerlendirme çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Borsa Kodu	Şirket Adı	Ülke	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD / Satışlar
CMPC CI Equity	EMPRESAS CMPC SA	Şili	9.71x	0.48x	6.28x	1.24x
002078 CH Equity	SHANDONG SUN PAPER INDUSTR-A	Çin	9.39x	1.67x	7.81x	1.74x
INKP IJ Equity	INDAH KIAT PULP & PAPER TBK	Endonezya	9.14x	0.75x	5.79x	1.62x
200488 CH Equity	SHANDONG CHENMING PAPER-B	Çin	3.59x	0.49x	8.38x	2.00x
00600966 CH Equity	SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A	Çin	6.95x	2.00x	5.99x	1.45x
NVG PL Equity	NAVIGATOR CO SA/THE	Portekiz	16.39x	2.15x	9.60x	2.02x
1907 TT Equity	YFY INC	Tayvan	7.74x	1.08x	6.67x	1.09x
605007 CH Equity	QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A	Çin	16.63x	4.06x	12.30x	2.65x
JKPAPER IN Equity	JK PAPER LTD	Hindistan	18.31x	1.69x	11.14x	2.29x
002235 CH Equity	XIAMEN ANNE CORP -A	Çin	-	2.22x	-	6.29x
		Medyan	9.39x	1.68x	7.81x	1.87x

Bloomberg sisteminden alınan çarpanlar sayfa 33'te anlatıldığı üzere kartil hesaplamasına tabi tutulmuş 1. kartilden küçük olan ve 3. kartil büyük olan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Borsa Kodu	Şirket Adı	Şirket Tanımı
CMPC CI Equity	EMPRESAS CMPC SA	Empresas CMPC S.A. ağaç ve orman ürünü üretimi yapmaktadır. Şirket selüloz, grafik kağıt, karton, ince kağıt, ofis kağıdı, gazete kağıdı, paket malzemeleri üretimi yapmaktadır.
002078 CH Equity	SHANDONG SUN PAPER INDUSTR-A	Shandong Sun Paper Industry Joint Stock Co.,Ltd. Kağıt ürünleri üreticisidir.
INKP IJ Equity	INDAH KIAT PULP & PAPER TBK	PT Indah Kiat Pulp & Paper Corporation Tbk Kağıt hamuru ve kağıt üreticisidir. Şirket yazı baskı kağıtları, kaplı ve kaplamasız günlük gazete, fotokopi kağıdı, oluklu karton kap, karton kutu üretimi yapmaktadır.
200488 CH Equity	SHANDONG CHENMING PAPER-B	Shandong Chenming Paper Holdings Limited kağıt ürünleri üretmektedir ve satmaktadır. Şirket Makine kağıdı, karton, kağıt hammadesi ve diğer ürünlerin üretimini yapmaktadır.
00600966 CH Equity	SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A	Shandong Bohui Paper Industrial Co., Ltd. Çeşitli kağıt ürünleri üreticisidir. Şirketin ürünleri arasında kırtasiye kağıdı, offset baskı kağıdı ve karton yer almaktadır.
NVG PL Equity 1907 TT Equity	NAVIGATOR CO SA/THE YFY INC	YFY Inc. kağıt hamuru ve çeşitli kağıt ürünleri üreticisidir.
605007 CH Equity	QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A	Quzhou Wuzhou Special Paper Co., Ltd. kağıt ürünleri üretmektedir. Şirket, özel kağıt, ambalaj kağıdı, glasin kağıdı, aydınlatma kağıdı, gıda ambalaj kağıdı ve diğer ürünleri üretmektedir. Quzhou Wuzhou Special Paper, ürünlerini Çin genelinde satmaktadır.
JKPAPER IN Equity	JK PAPER LTD	JK Paper Ltd. fotokopi kağıdı, renkli kartlar, kapak kağıtları, düz kağıt, beyaz ve renkli poster kağıdı ve kağıtla ilgili ürünler üreticisidir.
002235 CH Equity	XIAMEN ANNE CORP -A	Xiamen Anne Co.Ltd. kağıt ürünleri geliştirir, üretir ve pazarlar. Şirket, ticari bilgi kağıdı ve diğer kağıt ürünleri üretmektedir. Xiamen Anne, ayrıca telif hakkı ticareti ve katma değer, telif hakkı teknolojisi ve koruması, internet pazarlaması ve diğer işlerle uğraşmaktadır.

Yurtdışı benzer şirketlerin F / K, PD / DD, FD / FAVÖK, FD / Satışlar çarpanları medyanı sırasıyla 9.39x, 1.68x, 7.81x ve 1.87x olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu çarpan değerlerine %25 eşit ağırlıklandırılarak 952,7 mn TL özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 28: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri Hesabı

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları	Çarpan	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL)
F / K	9,39x	759,0	25%	189,8
PD / DD	1,68x	1,329,30	25%	332,2
FD / FAVÖK	7,81x	720,7	25%	180,2
FD / Satışlar	1,87x	1,002,0	25%	250,5
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				952,7

Kaynak: Bloomberg (12.10.2021)

5.1.5. Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Analizi

Tablo 29: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Değerleri

İşlem Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	FD / FAVÖK	PD / DD	F / K	FD / Satışlar
11/13/2005	Georgia-Pacific LLC	Koch Industries Inc	7,63	3,19	36,51	1,1
11/6/2000	Willamette Industries Inc	Weyerhaeuser Co	8,27		22,58	1,69
8/29/2001	Mead Corp/The	Westvaco Corp	8,24	1,92		1,05
3/9/1998	Bowater Pulp & Paper Canada Inc	Resolute FP US Inc				1,7
9/16/2013	Boise Inc	Packaging Corp of America,	7,49	2,64		
7/6/2004	Navigator Co SA/The	Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao		1,77	32,44	1,9
12/13/2000	Soporcel SA	Navigator Co SA/The	10,54	2,22	42,89	
3/26/2001	Pacifica Papers Inc	Catalyst Paper Corp/Old	10,16			1,95
11/8/2007	Double A 1991 PCL	Private Investor	10,56	2,24		1,38
10/3/2001	Aracruz Celulose SA	Fibria Celulose S/A		3,16	26,46	
3/29/2011	Andhra Paper Ltd	International Paper Co			43,2	
8/14/1997	SCA Hygiene Products SE	Svenska Cellulosa AB SCA				
6/15/2016	Andhra Paper Ltd	International Paper Investments Luxembourg Sarl			40,91	1,3
11/21/2012	SCA Hygiene Products SE	Svenska Cellulosa AB SCA	5,62	2,23	20,15	0,86
5/29/2019	Andhra Paper Ltd	West Coast Paper Mills Ltd				
7/10/2000	Cascades Fine Papers Group Inc	Cascades Inc		2,24	15,17	
10/31/2006	Gescartao SGPS SA	DS Smith Spain SA		2,59		

8/25/2004	Phoenix Pulp & Paper PCL	Siam Cement PCL/The	7,26	1,94	
6/3/2019	Andhra Paper Ltd	West Coast Paper Mills Ltd		2,35	1,26
9/21/2001	ITC Bhadrachalam Paper BDS	ITC Ltd			
11/19/1999	Leykam-Muerztaler Papier und Zellstoff AG	Sappi Ltd			
10/10/2001	Phoenix Pulp & Paper PCL	Siam Pulp & Paper Co Ltd/The			1,1
10/23/2000	Celulose do Caima SGPS SA	Cofina SGPS SA	9,32		2,1
11/7/2012	Rottneros AB	Arctic Paper SA			
Medyan			8,3x	2,2x	29,5x

Kaynak: Bloomberg, Merger Market (12.10.2021)

Tablo 30: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

Yurtdışı Benzer İşlem Çarpanları	Baz	Baz	Ağırlık	Baz
F / K	29.45x	2,380.67	25%	595
PD / DD	2.24x	1,771.59	25%	443
FD / FAVÖK	8.26x	766.33	25%	192
FD / Satışlar	1.34x	693.23	25%	173
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				1,403

Kaynak: Bloomberg, Merger Market (12.10.2021)

5.1.7. Yurtiçi BIST Orman Kağıt Basım Endeks Şirketleri Çarpan Analizi

BİST'te işlem görmekte olan Orman, Kağıt, Basım şirketlerinden gazete dergi basım haricindeki şirketlere ilişkin F / K çarpanı ve PD / DD, FD / FAVÖK ve FD / Satışlar çarpanları verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in halka arz sonrasında BIST Orman, Kağıt, Basım endeksinde işlem görebileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 31: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeksi Şirketleri Çarpanları

	F / K	PD / DD	FD / FAVÖK	FD / Satışlar	Varlık Betası
ALKA	10.4	3.9	11.1	1.7	0.735
BAKAB	27.7	3.3	11.0	1.1	0.709
DURDO	47.1	6.2	10.1	1.8	0.263
KAPLM	27.6	7.3	13.7	1.5	0.92
KARTN	18.0	5.6	13.5	2.9	0.894
OLMK	16.4	3.5	10.7	1.0	
ORMA	27.9	2.0	7.5	1.5	
PRZMA	8.8	1.7	40.5	3.0	
SAMAT	20.7	6.2	13.4	1.7	
TIRE	9.8	4.0	8.0	1.2	1.117
VKING	5.2	4.4	29.2	1.9	
Median	17.2	4.8	11.1	1.7	0.81

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(12.10.2021)

Tablo 32: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeks Şirketleri Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri

Yurtiçi - BIST Kağıt Endeksi	Çarpan	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL)
F / K	17,17x	1.388,10	25%	347,0
PD / DD	4,79x	3.791,71	25%	947,9
FD / FAVÖK	11,08x	1.056,45	25%	264,1
FD / Satışlar	1,68x	887,75	25%	221,9
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				1.781,0

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(12.10.2021)

5.1.7. Yurtiçi BIST 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri

Yurtiçi - BIST 100 Endeksi	Çarpan	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL)
F/K	6,97x	563,48	25%	140,9

35

HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

PD/DD	1,12x	884,45	25%	221,1
FD / FAVÖK	8,86x	828,46	25%	207,1
FD / Satışlar	1,49x	781,48	25%	195,4
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				764,5

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(12.10.2021)

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilmesine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Şirket'in değeri (FD), indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının piyasa değeri de göz önüne alınabilir.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

Serbest nakit akımlarının bugüne iskonto edilmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılır. AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır.

AOSM'nun hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$AOSM = (M_s * S / (B+S)) + (M_b * B / (B+S) * (1-v));$$

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

M_b = Borçlanma Maliyeti

M_s = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

B = Finansal Borç Tutarı

S = Sermaye Tutarı (özsermaye veya piyasa değeri)

V = Vergi oranı

Sermaye Maliyeti

Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ("SVFM") bir yatırımla ilgili olarak belirli bir risk seviyesi dahilinde bir sermaye sahibinin talep ettiği getirinin tahmini değeridir. Model sermaye sahibinin beklediği getiriyi tahmin ederken aşağıdaki denklemi kullanır:

$$M_s = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f) + R_b$$

M_s = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

R_f = Risksiz getiri oranı

(R_m-R_f) = Bütün şirketler için piyasa risk primi

R_b = İşe dönük risk primi

Beta = Seçilmiş hisse senedi fiyatının borsa endeksine göre değişimleri

Sermaye maliyeti hesaplamasında kullanılan faktörler

Beta faktörü: Hisse senedi fiyatının genel piyasa endeksi değişimlerine göre hesaplanır ve bir hissenin riskini gösterir. Eğer hisse fiyatı endeksten daha fazla değişim gösterirse Beta faktörü > 1; daha az değişim gösterirse ise Beta faktörü < 1 olur.

Sermaye Maliyeti ("Ms")'nin hesaplamasında yukarıda açıklanan SVFM formülü kullanılmıştır:

Piyasa risk primi: Sermaye piyasasındaki bir yatırım için risk primi risksiz bir yatırım ile daha fazla risk içeren bir yatırımın getiri beklentileri arasındaki farkları hesaba katar. Bu nedenle, sermaye piyasası ortalama getirisi ve risksiz bir yatırım getirisi arasındaki farka eşittir.

Risksiz getiri oranı: Herhangi bir piyasada yatırımcının olabilecek en düşük riskteki bir yatırımdan bekleyeceği minimum getiridir. Çoğu durumda, benzer vadeli bir devlet tahvili getirisi baz olarak alınır.

Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanması:

Nakit akımlarının bugünkü değeri, gelecekte oluşacağı varsayılan nakit akımları üzerine iskonto oranının matematiksel bir şekilde uygulanmasıyla hesaplanmaktadır. Hesaplanan toplam bugünkü değer, mali borç ve sermayeden oluşan toplam yatırılan sermaye değerinin tahminidir. Şirket'in sermayedarlar açısından değerini hesaplamak için mali borcun piyasa değerinin şirket değerinden çıkarılması gerekir. İNA değeri aşağıdaki gibi hesaplanır:

NA, t senesi için nakit akımını göstermektedir.

Devam eden değer hesaplaması

Devam eden değer belli bir yıldan sonra sonsuza kadar devam eden dönemlere ait nakit akımlarının bugünkü değeridir. Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

$((DSSNA \times (1+g))/(AOSM-g)) \times (\text{İskonto Faktörü})$

DSSNA: Dönemi Sonu Serbest Nakit Akımı

g: devam eden değer için büyüme oranı beklentisi

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Faktörü: Devam eden dönem için iskonto faktörü

Gelir Analizleri

Tablo 33: Brüt ve Net Satış Gelirleri

Net Satış Gelirleri	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Enflasyon	16.20%	12.60%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
Konya Tesis Satışları (ton)	65,100	73,150	81,275	89,500	97,850	99,300	100,500	101,800	103,000	104,500	105,000
Konya Tesis Satışları (mn TL)	384.6	488.7	600.3	730.9	883.8	998.1	1,105.1	1,225.2	1,355.5	1,506.6	1,646.4
Kağıt (ton)	60,000	67,000	74,000	81,000	88,000	88,000	88,000	88,000	88,000	88,000	88,000
Bobin	51,204	57,177	63,151	69,125	75,099	75,099	75,099	75,099	75,099	75,099	75,099
Ebat	6,977	7,791	8,605	9,419	10,233	10,233	10,233	10,233	10,233	10,233	10,233
Fotokopi	1,819	2,031	2,243	2,456	2,668	2,668	2,668	2,668	2,668	2,668	2,668
Kağıt Satışları (mn TL)	331.2	416.5	506.5	610.4	730.1	803.8	872.1	946.3	1,026.7	1,114.0	1,208.7
Birim Satış Fiyatı (TL / ton)	5,521	6,216	6,844	7,535	8,296	9,134	9,911	10,753	11,667	12,659	13,735
Matbaa (ton)	3,600	4,150	4,775	5,500	6,350	7,300	8,000	8,800	9,500	10,500	10,500
Matbaa (mn TL)	39.1	50.8	64.4	81.6	103.8	131.3	156.1	186.4	218.3	261.8	284.0
Birim Satış Fiyatı (TL / ton)	10,872	12,242	13,479	14,840	16,339	17,989	19,518	21,177	22,977	24,931	27,050
Defter (ton)	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500	5,000	5,500	6,000	6,500
Defter (TL)	14.3	21.4	29.5	38.9	50.0	62.9	76.8	92.6	110.5	130.8	153.8
Birim Satış Fiyatı (TL / ton)	9,509	10,707	11,788	12,979	14,290	15,733	17,071	18,522	20,096	21,804	23,657
Güneşli Tesis Satışları (mn TL)	108.6	125.9	147.4	174.0	207.1	248.7	301.0	367.4	452.1	560.8	701.3
Güneşli Tesis Satışları (km ²)	22.4	23.1	24.5	26.3	28.4	31.0	34.6	38.9	44.1	50.5	58.2

Sıvamasız	3.5	3.6	3.8	4.1	4.4	4.8	5.3	6.0	6.7	7.7	8.8
Ondüla E	5.1	5.3	5.7	6.1	6.7	7.3	8.2	9.3	10.6	12.2	14.1
Ondüla B	5.5	5.6	6.1	6.5	7.1	7.9	8.9	10.1	11.5	13.3	15.4
Döpel	8.3	8.5	9.0	9.5	10.2	11.1	12.2	13.6	15.3	17.3	19.8
<i>Birim Satış Fiyatı (TL m²)</i>	<i>4.8</i>	<i>5.5</i>	<i>6.0</i>	<i>6.6</i>	<i>7.3</i>	<i>8.0</i>	<i>8.7</i>	<i>9.4</i>	<i>10.2</i>	<i>11.1</i>	<i>12.1</i>
Toplam Net Satış Gelirleri (mn TL)	493.2	614.6	747.7	904.9	1,091.0	1,246.7	1,406.1	1,592.6	1,807.6	2,067.4	2,347.7
<i>Konya Tesis Satışları (%)</i>	<i>78%</i>	<i>80%</i>	<i>80%</i>	<i>81%</i>	<i>81%</i>	<i>80%</i>	<i>79%</i>	<i>77%</i>	<i>75%</i>	<i>73%</i>	<i>70%</i>
<i>Güneşli Tesis Satışları (%)</i>	<i>22%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>27%</i>	<i>30%</i>

Kaynak: HALKI Analiz

Şirket Konya ve Güneşli olmak üzere iki tesiste üretim yapmaktadır. Konya tesislerinden yapılan üretimlerin ağırlık birimi ton, Güneşli Tesislerinde yapılan üretimin birimi m² dir. Üretim ve satış rakamları Şirket tarafından paylaşılmış olup birim satış fiyatları ayrı ayrı ürün bazında hesaplanmıştır. 2021 – 2031 projeksiyon dönemi boyunca 2020 yıl sonu birim satış fiyatları tahmini enflasyon oranında artırılmıştır.

Tablo 34: Satılan Mal Maliyeti

Satılan Mal Maliyeti (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Net Satışlar	493.2	614.6	747.7	904.9	1,091.0	1,246.7	1,406.1	1,592.6	1,807.6	2,067.4	2,347.7
SMM	376.3	466.1	564.1	679.6	816.1	931.1	1,048.9	1,186.6	1,345.2	1,536.4	1,742.9
Diğer Satılan malın maliyeti	354.5	441.7	537.4	650.4	784.1	896.0	1,010.6	1,144.6	1,299.1	1,485.8	1,687.3
Personel	14.3	16.1	17.7	19.5	21.5	23.6	25.6	27.8	30.2	32.8	35.5
Amortisman	7.5	8.3	9.0	9.7	10.6	11.4	12.6	14.2	15.9	17.8	20.1
<i>Diğer Satılan malın maliyeti/Net Satış</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>	<i>72%</i>
<i>SMM / Net Satışlar</i>	<i>76%</i>	<i>76%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>74%</i>	<i>74%</i>	<i>74%</i>

Satılan mal maliyeti personel, amortisman ve diğer satılan mal maliyeti kalemi bazında kırılarak hesaplanmıştır. Personel giderleri enflasyon oranında, diğer satılan mal maliyeti satış gelirlerine oranı ve amortisman mevcut varlık ve sermaye harcamaları amortisman toplamı olarak hesaplanmıştır.

Tablo 35: Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)

Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Satılan Mal Maliyeti	7.5	8.3	9.0	9.7	10.6	11.4	12.6	14.2	15.9	17.8	20.1
Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Genel Yönetim Giderleri	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6	3.0
Toplam Amortisman	8.7	9.7	10.5	11.3	12.3	13.3	14.7	16.5	18.5	20.8	23.3
<i>Satılan Mal Maliyeti Amortismanı / Toplam Amortisman</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>	<i>86%</i>
<i>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Amortismanı / Toplam Amortisman</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
<i>Genel Yönetim Giderleri Amortismanı / Toplam Amortisman</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>

2020 yılsonu itibarıyla amortismanların %86'sı satılan mal maliyetine %1'i pazarlama satış ve dağıtım giderlerine ve %13'ü genel yönetim giderlerine yansıtılmaktadır. Amortismanların giderlere dağılımı 2021 – 2030 projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

Faaliyet Giderleri

Tablo 36: Toplam Faaliyet Giderleri

Faaliyet Giderleri (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri	22.1	27.1	32.6	38.9	46.5	52.9	59.4	67.0	75.7	86.2	97.5
Genel Yönetim Giderleri	23.0	26.8	30.7	35.2	40.3	45.1	49.9	55.3	61.4	68.5	76.2
Toplam Faaliyet Giderleri	45.1	54.0	63.3	74.1	86.7	98.0	109.3	122.3	137.1	154.7	173.7

Tablo 37: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri	22.1	27.1	32.6	38.9	46.5	52.9	59.4	67.0	75.7	86.2	97.5
Diğer Pazarlama satış, dağıtım giderleri	18.7	23.3	28.4	34.3	41.4	47.3	53.4	60.5	68.6	78.5	89.1
Personel	3.2	3.7	4.0	4.4	4.9	5.4	5.8	6.3	6.9	7.4	8.1
Amortisman	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
<i>Pazarlama satış, dağıtım giderleri/Net Satış</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>	<i>4%</i>

Pazarlama satış ve dağıtım giderleri personel giderleri, amortisman ve diğer pazarlama satış ve dağıtım giderleri olarak kırılmış ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam pazarlama satış ve dağıtım gideri tahmin edilmiştir. Pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2018 – 2020 yılları arasında yaklaşık %4 olarak hesaplanmış 2021 – 2031 projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.

Tablo 38: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Genel Yönetim Giderleri	23.0	26.8	30.7	35.2	40.3	45.1	49.9	55.3	61.4	68.5	76.2
Genel yönetim giderleri	8.3	10.3	12.6	15.2	18.3	20.9	23.6	26.7	30.3	34.7	39.4
Personel	13.6	15.3	16.8	18.5	20.4	22.5	24.4	26.5	28.7	31.2	33.8
Amortisman	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.3	2.6	3.0
Genel yönetim giderleri/Net Satış	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

Genel yönetim giderleri personel giderleri, amortisman ve diğer genel yönetim giderleri olarak kırılmış ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam genel yönetim gideri tahmin edilmiştir. Pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2018 – 2020 yılları arasında yaklaşık %2 olarak hesaplanmış 2021 – 2031 projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.

Tablo 39: FAVÖK hesaplaması


FAVÖK ve FAVÖK Marjı	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Faaliyet Karı	71.9	94.5	120.3	151.2	188.1	217.7	248.0	283.7	325.3	376.3	431.1
Amortisman	8.7	9.7	10.5	11.3	12.3	13.3	14.7	16.5	18.5	20.8	23.3
FAVÖK	80.6	104.2	130.8	162.5	200.4	231.0	262.7	300.2	343.8	397.0	454.5
FAVÖK Marjı (%)	16%	17%	17%	18%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%

FAVÖK hesaplanan faaliyet karı + Amortisman formülü ile hesaplanmıştır. 2021 – 2030 arası ortalama FAVÖK marjı %18.0 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 40: Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi

Ticari İşletme Sermayesi Değişimi (milyon TL)	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Satış Gelirleri	408.0	493.2	614.6	747.7	904.9	1091.0	1246.7	1406.1	1592.6	1807.6	2067.4	2347.7
Maliyet	306.0	376.3	466.1	564.1	679.6	816.1	931.1	1048.9	1186.6	1345.2	1536.4	1742.9
Ticari Alacaklar	70.5	89.6	111.7	135.9	164.4	198.2	226.5	255.5	289.4	328.4	375.6	335.2
Devir Hızı	5.8	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	7.0
Gün	63.1	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	66.3	52.1
Stoklar	106.3	135.0	167.2	202.4	243.8	292.8	334.1	376.3	425.7	482.6	551.2	406.5
Devir Hızı	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	4.3
Gün	126.8	131.0	131.0	131.0	131.0	131.0	131.0	131.0	131.0	131.0	131.0	85.1
Ticari Borçlar	14.9	22.2	27.5	33.2	40.0	48.1	54.8	61.8	69.9	79.2	90.5	94.3
Devir Hızı	20.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	18.5
Gün	17.8	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	19.8
Ticari İşletme Sermayesi	161.9	202.4	251.5	305.0	368.2	443.0	505.8	570.0	645.2	731.8	836.4	647.4
İşletme Sermayesi Değişimi	53.4	40.5	49.0	53.5	63.2	74.8	62.8	64.3	75.2	86.6	104.5	-189.0

İşletme sermayesi hesabında devir hızları baz alınmış 2021 yılı için 2021/6 dönemi devir hızı üzerinden hesaplamalar yapılmıştır. 2021 – 2031 arası projeksiyon döneminde alacak devir hızının 7.0'a ulaşacağı, stok devir hızının 4.3'e yükseleceği ve ticari borç devir hızının 18.5'e yükseleceği öngörülmektedir. Yapılan hesaplamalar sonrasında tahmin edilen işletme sermayesi değişimi nakit akımı analizlerinde dikkate alınmıştır.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 41: Yatırım Harcamaları ve Amortisman (mn TL)

Yatırım Harcamaları ve Amortisman	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Satış Gelirleri	408.0	493.2	614.6	747.7	904.9	1,091.0	1,246.7	1,406.1	1,592.6	1,807.6	2,067.4	2,347.7
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	202.6	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0	322.0
Maddi Duran Varlıklar	150.8	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2	189.2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Dönem Amortismanı	5.3	8.2	8.5	8.4	8.2	8.0	7.7	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
Yatırım Harcamaları	2.5	5.4	6.8	8.3	10.0	12.1	13.8	15.5	17.6	20.0	22.8	25.9
Yatırım Harcamaları / Satış Gelirleri	0.67%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%	1.10%
Yatırım Harcamaları Amortismanı		0.5	1.2	2.0	3.0	4.3	5.6	7.2	8.9	10.9	13.2	15.8
Toplam Amortisman + İtfa Payları	5.3	8.7	9.7	10.5	11.3	12.3	13.3	14.7	16.5	18.5	20.8	23.3

Şirket'in yatırım harcamalarının satış gelirlerinin yaklaşık %1.1'i oranında olacağı öngörülmektedir.

Tablo 42: AOSM Hesaplaması

AOSM	2021/6	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Risksiz Faiz Oranı (Rf)	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%
Beta	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89
Risk Primi (Erp)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Özkaynak Maliyeti	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Borç Maliyeti	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Vergi Oranı	25%	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Borç Maliyeti * (1 - Vergi)	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Borç / Özkaynak	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
Borç Ağırlığı	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Özkaynak Ağırlığı	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
AOSM	21.50%	21.46%	21.49%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Söz konusu bu modele göre, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından TL cinsinden ihraç edilen TRT131130T14 ISIN Kodlu 10 yıl vadeli TL tahvil getirisi (13.10.2021 tarihi itibarıyla), riskten arındırılmış faiz oranı (Alış (%18.460) ve Satış (%18.430) getiri oranları ortalaması) olarak belirlenmiştir. Getiri oranları Bloomberg terminal üzerinden alınmıştır.

Risk Primi, Piyasa riski (Rm) – Risksiz Faiz Oranı (Rf) formülü ile hesaplanmıştır. 13.10.2021 tarihi itibarıyla Rm 23.60% ve Rf 18.45% olarak hesaplanmış kaynak olarak Bloomberg kullanılmıştır. Aradaki fark 5.2% olup değerlendirilerek %5 olarak dikkate alınmıştır.

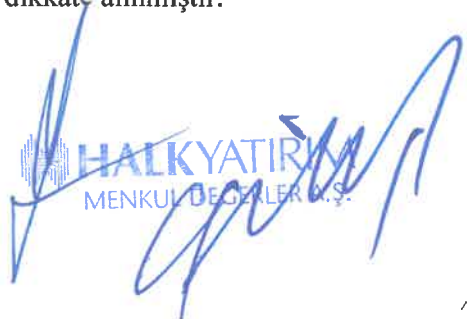
Beta, BIST KAGT Endeksinde işlem gören şirketlerin 12.10.2021 tarihli varlık betası olup Şirket'in Borç / Özkaynak oranına göre düzeltilmiştir.

Özkaynak Maliyeti Sermaye Varlıklarının Fiyatlaması Modeli ile hesaplanmıştır.

Buna göre Özkaynak Maliyeti $R_f + \beta * (R_m - R_f)$ formülü ile hesaplanmaktadır.

Borç Maliyeti Hesaplaması

Şirket'in mevcut durumda kullandığı TL-Dolar ve Euro cinsinden kredilerin TL maliyetleri tahmin edilmiştir. Tahmin edilen TL maliyetleri kredi tutarlarına göre ağırlıklandırılarak bulunan değer, ağırlıklı borçlanma maliyeti olarak dikkate alınmıştır.


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 43: Borç Maliyeti Hesaplaması

Borç Maliyeti	Ortalama		TL Tutarı	T _{Rm}	Euro _{Rm}	T _{Rm} - Euro _{Rm}	Tahvil Spread	TL Borçlanma Maliyeti	Ağırlıklı Borçlanma Maliyeti		
	Faiz Oranı	Aralığı							Faiz Oranı	Ağırlık	Maliyeti
Kısa Vadeli Borç											
TL Kredi	7.50%	15.96%	11.73%	23,801,200				11.73%	25.4%	3.0%	
Euro Kredi	2.35%	2.70%	2.53%	14,148,365	23.80%	13.02%	10.78%	3.91%	17.21%	15.1%	2.6%
Uzun Vadeli Borç											
TL Kredi	7.50%	15.96%	11.73%	36,191,110				11.73%	38.6%	4.5%	
Euro Kredi	2.35%	2.70%	2.53%	14,148,365	23.80%	13.02%	10.78%	3.91%	17.21%	15.1%	2.6%
Kısa + Uzun Vadeli Borç											
TL Kredi	7.50%	15.96%	11.73%	59,992,310				11.73%	64.0%	7.5%	
Euro Kredi	2.35%	2.70%	2.53%	28,296,730	23.80%	13.02%	10.78%	3.91%	17.21%	30.2%	5.2%
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.00%	0.00%	0.00%	5,494,740						5.9%	0.0%
Toplam Borç				93,783,780							12.7%

T_{Rm} - 13.10.2021 tarihi itibarıyla Türkiye hisse senedi piyasası getiri oranı %23,79 olarak Bloomberg'den alınmıştır.

Euro_{Rm} - 13.10.2021 tarihi itibarıyla Avrupa Bölgesi hisse senedi piyasası getiri oranı %13,02 olarak Bloomberg'den alınmıştır.

Euro krediler piyasa getiri oranı farkı tahvil spreadlerine göre düzeltilmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda borç maliyeti %12,7 olarak hesaplanmıştır.

Hedef Finansal Borç / Özkaynak Oranı

Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmeler ışığında Şirket'in projeksiyon dönemi içerisinde sermaye artışı yapmayı düşünmedikleri ve sadece kapasiteyi koruyucu yatırımlar yapılacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla geçmiş dönemdeki ortalama finansal borç / özkaynak oranına benzer olan %11.0 borç - %89.0 ortalama özkaynak dağılımının devam edeceği tahmin edilmiştir.

*22 Nisan 2021 Perşembe günü 31462 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 7316 sayılı Kanunu Madde 11 Kapsamında;

“MADDE 11 – 13/6/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununa aşağıdaki geçici madde eklenmiştir.

“GEÇİCİ MADDE 13 – (1) Bu Kanunun 32 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan %20 oranı, kurumların 2021 yılı vergilendirme dönemine ait kurum kazançları için %25, 2022 yılı vergilendirme dönemine ait kurum kazançları için %23 olarak uygulanır. Bu oranlar özel hesap dönemi tayin edilen kurumlar için ilgili yıl içinde başlayan hesap dönemlerine ait kazançlarına uygulanır.”” denilmektedir. Vergi hesaplamalarında belirtilen oranlar dikkate alınmış 2023 sonrası %20 olarak kullanılmıştır.

Tablo 44: İndirgenmiş Nakit Akışları

İNA Değerlemesi	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T
Satış gelirleri	378	400	408	493	615	748	905	1,091	1,247	1,406	1,593	1,808	2,067	2,348
Satış değişim (%)		5.8%	8.0%	20.9%	24.6%	21.6%	21.0%	20.6%	14.3%	12.8%	13.3%	13.5%	14.4%	13.6%
Brüt kar marjı (%)	19.2%	25.0%	19.2%	23.7%	24.2%	24.6%	24.9%	25.2%	25.3%	25.4%	25.5%	25.6%	25.7%	25.8%
Brüt kar	102	77	102	117	148	184	225	275	316	357	406	462	531	605
Faaliyet karı marjı (%)	20.6%	10.4%	15.8%	14.6%	15.4%	16.1%	16.7%	17.2%	17.5%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%
Faaliyet karı	78	42	65	72	95	121	151	188	218	248	284	325	376	431


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Amortisman	5	7	9	9	10	10	11	12	13	15	16	18	21	23
FAVÖK marjı (%)	22.0%	12.2%	18.0%	16.3%	17.0%	17.5%	18.0%	18.4%	18.5%	18.7%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%
FAVÖK	83	49	73	81	104	131	163	200	231	263	300	344	397	454
+ / - işletme sermayesi değişimi	0	0	0	41	49	54	63	75	63	64	75	87	105	(189)
- Yatırım harcamaları	0	1	1	5	7	8	10	12	14	16	18	20	23	26
Vergi (-)	(17)	(9)	(13)	(18)	(22)	(24)	(30)	(38)	(44)	(50)	(57)	(65)	(75)	(86)
Firma serbest nakit akışları	66	39	59	17	27	45	59	76	111	133	151	172	194	531
AOSM				21.46%	21.49%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%	21.53%
Baz yıl				0.18	1.18	2.18	3.18	4.18	5.18	6.18	7.18	8.18	9.18	10.18
İskonto faktörü				0.97	0.80	0.65	0.54	0.44	0.36	0.30	0.25	0.20	0.17	0.14
İskontolu firma serbest nakit akışları				16	21	29	32	34	40	40	37	35	32	73
Σ İskontolu firma serbest nakit akışları				385										
Uç değer büyüme oranı				5%										
Uç değer @ 5%				3,374										
İndirgenmiş uç değer @ %21.52 (2021 -2031 Ortalama)				458										
Firma değeri				843.8										
+ Nakit				11.2										
+ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller*				303.1										
- Borç				-93.8										
Öz kaynak değeri				1,064.3										

*Yatırım amaçlı gayrimenkullerden binalar amortisman hesabı üzerinden değerlemeye dahil edilmektedir. Buna karşılık Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflanan ve gerçeğe uygun değeri ile kayıtlarda yer alan arsa faaliyet dışı varlık olarak kabul edilmiş ve 2020 yıl sonu değeri ile değerlemeye dahil edilmiştir. Söz konusu varlık kısa sürede elden çıkarılırsa veya arsa üzerinde sınıfnı değiştirmesine neden olacak şekilde bir proje yapılırsa ekleme yapılmayacağı için farklı sonuçlara ulaşılabilir.


HALKYATIRIM
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

6. DEĞERLEME VE SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerlendirme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir.

Piyasa Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 45: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Mn TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.064,3	50,0%	532,1
Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları - YD	952,7	12,5%	119,1
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları - YD	1.403,0	12,5%	175,4
Piyasa Yaklaşımı - BIST100	764,5	12,5%	95,6
Piyasa Yaklaşımı - BIST KAGIT	1.781,0	12,5%	222,6
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			1.144,8

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri **1.144.768.959,3 TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 46: Halka Arz İskontosu ve Pay Değeri Hesabı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	130.000.000
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.144.768.959,3
Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer	8,81
Halka Arz İskontosu	21,08%
Halka Arz Pay Fiyatı	6,95

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz öncesi iskonto oranı %21,08 olarak hesaplanmaktadır.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri



HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

26 Ekim 2021

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 26 Ekim 2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Zafer Mustafaoğlu
Müdür

Bülent Sezgin
Genel Müdür
ve Yönetim Kurulu Üyesi

Ek 2: Sorumluluk beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

26 Ekim 2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 26 Ekim 2021 tarihli Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda 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,

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Zafer Mustafaoğlu

Bülent Sezgin

Müdür

Genel Müdür
ve Yönetim Kurulu Üyesi

Ek 3: Lisans Belgeleri

Bülent Sezgin

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/C9600125-9A8C-415D-8CD6-D9AE4FED81A2>

SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	1.09.2005	201018	AKTİF LİSANS

BÜLENT SEZGİN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:
Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen meslekî yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Zafer Mustafaoğlu

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>

SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	2.09.2003	20019F	AKTİF LİSANS

ZAFER MUSTAFAOĞLU, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:
Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen meslekî yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Recep Bozkurt

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/424F1398-EA31-4920-BF53-B172B59EDC46>

SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.01.2013	206166	AKTİF LİSANS

RECEP BOZKURT, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:
Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen meslekî yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Meneşe Özdemir Dilidüzgün

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/C9600125-9A8C-415D-8CD6-D9AE4FED81A2>




SPL
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Sahibi

Paylaş
LinkedIn
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Sahibi

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	29.03.2015	205720	Aktif Lisans


MENEŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Not: Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>




SPL
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı Sahibi

Paylaş
LinkedIn
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı Sahibi

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	24.03.2015	302446	Aktif Lisans

MENEŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Not: Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/424F1398-EA31-4920-BF53-B172B59EDC46>



SPL
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Lisansı Sahibi

Paylaş
LinkedIn
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Lisansı Sahibi

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	17.02.2016	302420	Aktif Lisans

MENEŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Not: Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>



SPL
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Sahibi

Paylaş
LinkedIn
Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı Sahibi

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	13.03.2017	712302	Aktif Lisans

MENEŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Not: Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur. Bu belge, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı, Türkiye'de sermaye piyasasının sermaye biriminde online şekilde eğitim ve sertifikasyon faaliyetlerini ve sertifikasyon hizmetlerini yürüten ve sertifikasyon hizmetleri için faaliyet gösteren bir kuruluştur.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)