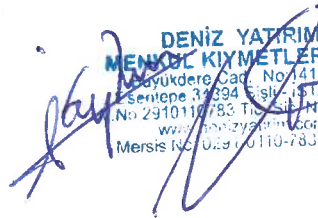




**Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu**

18.08.2021

DenizYatırım 


DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Nispetiye Cad. No: 41 K:9
Sentepe 34394 Beşiktaş/İSTANBUL
No: 2910110783 Tic. Sic. No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 02910110783300013

İçindekiler

1. Giriş.....	6
2. Şirket'e Dair Özet Bilgiler ve Değerleme Sonucu.....	8
2.1. Şirkete İlişkin Önemli Bilgiler	9
2.2. Değerleme.....	9
3. Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Europap Tezol, Tezol")	10
3.1. Genel Bakış.....	10
3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	11
3.3. Kar Dağıtım Politikası	12
3.4. Kilometre Taşları.....	12
3.5. Faaliyetler Hakkında Bilgi.....	13
3.6. Finansal Tablolar	20
4. Sektörel Bilgiler	23
4.1. Europap Tezol'un Sektör'deki Konumu.....	26
5. Büyümeyi Destekleyen Yatırım Unsurları	27
5.1. Temizlik Kâğıdı Sektörünün Dünyada ve Yurt İçinde İstikrarlı Büyümesi	27
5.2. Geçmiş Finansal Performans	27
5.3. Önemli Ürün Kategorileri Bazında Yurt İçi Satış Kanalları	28
5.4. Devam Eden Mersin Fabrika Yatırımının Yaratacağı Organik Büyüme	29
5.5. Şirket'in Satışlarının %40'tan fazlasının İhracatla Gerçekleştirilmesi.....	29
5.6. Şirket'in Fabrika Lokasyonlarının Yarattığı Lojistik Avantaj	29
6. Değerleme Yaklaşımları.....	30
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı).....	31
6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	32
7. Değerleme	32
7.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	32
7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	38
8. Sonuç.....	49
EKLER.....	50

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
%	: Yüzde
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / ABD \$: Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro / Euro	: Avrupa Birliği para birimi
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BIST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Bitmiş Ürün	: Selüloz ve/veya atık kâğıttan oluşan ham maddeden üretilmiş temizlik kağıdı bobinlerinin bitmiş ürün üretim (converting) tesislerinde çeşitli işlemlere tabi tutularak nihai tüketicilere sunulabilecek forma getirilen temizlik kağıdı ürünleri
bps	: Baz puan
Converting	: Kâğıt bobinden bitmiş ürün üretme süreci
COVID-19	: Koronavirüs hastalığı 2019
DAP	: Belirlenen Yerde Teslimat (Delivered at Place) İhracat sırasında genellikle alıcının ülkesinde ve genellikle deposunda gerçekleştirilir.
Deniz Yatırım	: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
EDK	: Ev dışı kullanım
Egenda Ege	: Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.
ENDA Enerji	: ENDA Enerji Holding A.Ş.
FAO	: Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (Food and Agriculture Organization of the United Nations)
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	: Firma Değeri
Hakim Ortaklar	: Şükrü Erhan Tezol ve Mehmet Ersin Tezol

İhraç kayıtlı	: Bu kapsamda yapılan satışlarda; ürünler, yurtdışı bir alıcıya satılmak amacıyla yurt içi bir alıcıya (TZE Global'e) satılmaktadır. Alıcının (TZE Global'in) söz konusu ürünleri belli bir süre içinde yurt dışına satması ve bu durumu Europap Tezol'a belgeleme zorunluluğu bulunmaktadır. : Katma Değer Vergisi Kanununun 3065 sayılı 11. maddesine göre göre ihraç edilmek şartıyla imalatçılar tarafından gönderilen mallara ait KDV, ihracatçı firma tarafından imalatçıya ödenmez. İmalatçı, ihracatçı firmadan tahsil edemediği KDV'yi vergi dairesinin düzenlemeleri çerçevesinde nakit veya mahsup yoluyla iade alır.
İngiliz Sterlini	: İngiltere para birimi
İzmir Fabrikası	: Philsa Caddesi, No.36, Torbalı, İzmir'de PM1 ve PM2 üretim tesislerini bünyesinde bulunduran fabrika
Kâğıt Bobin	: Selüloz ve/veya atık kâğıttan oluşan ham maddeden üretilmiş, kâğıt bobin formunda olan ve henüz bitmiş ürüne çevrilmemiş temizlik kâğıdı ürünleri
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KV	: Kısa Vadeli
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Medyan	: Ortanca değer de denilmektedir. Bir veri grubunun küçükten büyüğe sıralanması halinde; ortadaki terimi ifade eder. Veri grubunda terim sayısı tek sayı ise ortadaki sayı, çift ise ortadaki iki sayının toplamının yarısı olarak hesaplanır.
Mersin Fabrikası	: Mersin Tarsus OSB Gelişme Alanı, Rasim Dokur Bulvarı, No.9 Akdeniz/Mersin'de PM3 ve yatırımı devam eden PM4 üretim tesislerini bünyesinde bulunduran fabrika
Mn, mn	: milyon
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
PD	: Piyasa Değeri
PM1	: Paper Machine 1, İzmir Torbalı'da 2004 yılında devreye alınan 24.504 ton/yıl kâğıt bobin kapasiteli kâğıt üretim tesisi

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") ile Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Europap Tezol, Tezol") arasında 14 Haziran 2021 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme 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 kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği 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 ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Deniz Yatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, 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 ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlanan; 30 Haziran 2021, 2020 ve 31 Aralık 2020, 2019, 2018 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Yurt içi borsalarda işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- DenizYatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere DenizYatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

DenizYatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemeyen hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi:17.08.2021

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme Çalışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Konusunda uzman çalışma ekibi Deniz Yatırım Kurumsal Finansmandan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Nurullah Erdoğan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK düzenlemesi uyarınca hazırlanan söz konusu raporu hazırlayabilmek için gerekli niteliklere, 25 yıllık tecrübeye sahiptir. Kariyerine 1996 yılında Kent Yatırım'da başlamış ve 1999 yılında Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümüne geçmiştir. O tarihten beri Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda göre alan ve bugün itibariyle görevine Deniz Yatırım Kurumsal Finansmandan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak devam eden Erdoğan; Yıldız Teknik Üniversitesi, Endüstri Mühendisliği Bölümü lisans mezunudur.

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

İhsan Engindeniz, kariyerine 2007 yılında Türkiye Ekonomi Bankası A.Ş.'de Kurumsal Bankacılık Pazarlama ve Ürün Gelişimi Analisti olarak başlamış aynı yıl Deniz Yatırım'a geçmiştir. İhsan Engindeniz, 2007 yılından bu yana Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda; halka arz, sermaye piyasası işlemleri, değerlendirme faaliyetlerinde görev almakta olup görevini, Kurumsal Finansman Bölümü bünyesinde Analiz ve Değerlendirme Bölüm Müdürü olarak sürdürmektedir. Boğaziçi Üniversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan İhsan Engindeniz, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 26069, Belge No:205920) sahiptir.

Pınar Taştutan, kariyerine 2009 yılında Finansbank A.Ş.'de, Kurumsal ve Ticari Krediler Bölümü'nde Kredi Politikaları ve Kredi Kontrol Bölümü Yetkili Yardımcısı olarak başlamış ve 2011 yılında Deniz Yatırım'a geçmiştir. Pınar Taştutan, 2011 yılından bu yana Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda, halka arz, sermaye piyasası işlemleri, özel sektör borçlanma araçları ihracı faaliyetlerinde görev almakta olup görevini Kurumsal Finansman Yönetmeni olarak sürdürmektedir. Boğaziçi Üniversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan Pınar Taştutan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 129742, Belge No: 206256) sahiptir.

2. Şirket'e Dair Özet Bilgiler ve Değerleme Sonucu

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi 2000 yılından beri temizlik kağıdı sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket bugün; İzmir ve Mersin'de 2 fabrikada 600'den fazla çalışanı ile yılda 86 bin ton kâğıt bobin ve 137 bin ton bitmiş ürün üretim kapasitesine sahiptir. Şirket yurtdışından ithal ettiği selülozu ve/veya ağırlıklı yurtiçinde tedarik ettiği atık kâğıdı kullanarak İzmir'de 2, Mersin'de 1 adet bulunan toplam 3 kâğıt bobin üretim tesisi (PM1, PM2, PM3) aracılığıyla kâğıt bobini üretmektedir. Üretilen kâğıt bobin; 30'dan fazla ülkeye ihraç edilmekte ve Şirket'in kendi adına tescilli (öz) ve alıcılar adına tescilli (özel) markalı temizlik kâğıdı ürünleri üretiminde kullanılmaktadır.

116 öz markalı ürün çeşidine sahip Europap Tezol, tüketici kanalı alanında tescilli 4 ana marka ve ev dışı kullanım kanalı alanında tescilli 2 ana markaya sahiptir. Europap Tezol, ürettiği öz

oluşturulurken; 30.06.2021 tarihi itibarıyla 46.6 Milyon TL harcama gerçekleştirilen ve tamamlandığında yaklaşık %45 kapasite artışı sağlayacak Mersin'deki PM4 yatırımının devreye alınma tarihi ve verimlilik katkısı konusunda muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Benzer şekilde İzmir ve Mersin'de devam eden yatırımlar kapsamında alınmış Yatırım Teşvik Belgeleri (Yatırım katkı payları; İzmir için %30, Mersin için %45) bulunmakta olup, planlanan yatırım büyüklüğü çerçevesinde 30.06.2021 itibarıyla gelecek dönemlerde ödenecek vergilerden indirilebilecek azami ~85 Milyon TL fayda Projeksiyonlar'da dikkate alınmamıştır.

Sonuç olarak; yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan FD/FAVÖK'e %50.0 ve F/K'ya %50.0 ağırlık verilerek Çarpan Analizi yöntemine göre Şirket değeri hesaplanmıştır. Çarpan Analizi'ne %50 (FD/FAVÖK'e %50.0, F/K'ya %50.0) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek **Şirket Değeri 1,825,368,163 TL ve Birim Pay Değeri 18.25 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %24.0 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 1,387,279,804 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 13.87 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri TL
Çarpan Analizi	50.0%	1,623,582,676	16.24
FD/FAVÖK	50.0%	1,525,106,559	15.25
F/K	50.0%	1,722,058,792	17.22
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50.0%	2,027,153,649	20.27
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		1,825,368,163	18.25
Halka Arz İskontosu		%24.0	
Halka Arz Şirket Değeri		1,387,279,804	13.87

3. Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“Şirket, Europap Tezol, Tezol”)

3.1. Genel Bakış

Tezol Ailesi'nin 1930'larda tütün ticareti ile başlayan faaliyetleri, 1969 yılında şirketleşmiş ve 2005 yılına kadar devam etmiştir. Aile, 2000 yılında İzmir'de kurulan tesislerle kâğıt sektörüne adım atmış ve Şirket bugün; İzmir ve Mersin'de 2 fabrikada 600'den fazla çalışanı ile yılda 86 bin ton kâğıt bobin ve 137 bin ton bitmiş ürün üretim kapasitesine ulaşmıştır. Europap Tezol, kendi adına tescilli (öz) ve alıcılar adına tescilli (özel) markalar altında ürettiği bitmiş ürünleriyle ve 30'dan fazla ülkeye gerçekleştirdiği kâğıt bobin ihracatıyla, temizlik kâğıdı pazarında önemli bir şirkettir. Europap Tezol'un 2021/06 itibarıyla son 12 aylık net satışları 682 milyon TL, FAVÖK'ü 159 milyon TL ve Net Dönem Karı 150 milyon TL'dir.

3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPKn hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK'nın 20.05.2021 tarih ve 26/768 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir. Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 500,000,000 (beş yüz milyon) TL olup, beheri 1 (bir) TL itibari değerinde 500,000,000 (beş yüz milyon) adet paya ayrılmıştır.

Şirket'in çıkarılmış sermayesi, 25.02.2021 tarihinde Torbalı Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil ve 26.02.2021 tarihli ve 10276 sayılı TTSG'de ilan edilen, 25.02.2021 tarihli Olağanüstü Genel Kurul kararı ile Şirket'in sermayesi 15,000,000 TL'den 100,000,000 TL'ye arttırılmış olup, söz konusu 85,000,000 TL'lik artış Şirket'in olağanüstü yedeklerinden karşılanmıştır. Şirket ortakları, Tezol Ailesi mensuplarından oluşmaktadır. Güncel ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Şükrü Erhan Tezol	A*	15,000,000	15.00%	38,520,000	38.52%
	B	23,520,000	23.52%		
Mehmet Ersin Tezol	A*	15,000,000	15.00%	38,510,000	38.51%
	B	23,510,000	23.51%		
Mine Makbule Kuşçu	B	8,330,000	8.33%	8,330,000	8.33%
Müge Kuşçu	B	8,330,000	8.33%	8,330,000	8.33%
Emine Nesrin Tezol	B	5,480,000	5.48%	5,480,000	5.48%
Ayşe Selda Tezol	B	415,000	0.42%	415,000	0.42%
Ömer Şükrü Tezol	B	415,000	0.42%	415,000	0.42%
Toplam		100,000,000	100.00%	100,000,000	100.00%
Toplam	A*	30,000,000	30.00%	30,000,000	30.00%
Toplam	B	70,000,000	70.00%	70,000,000	70.00%

*Oyda imtiyaz ve yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı: A grubu 1 adet pay Genel Kurul'da 5 (beş) oy hakkına sahiptir. A grubu paylar yönetim kurulu üyelerinin seçiminde imtiyaz sahibidir. 5 (beş) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 2 (iki) üyesi, 6 (altı) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 3 (üç) üyesi, 7 (yedi) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 3 (üç) üyesi, 8 (sekiz) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 4 (dört) üyesi, 9 (dokuz) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 4 (dört) üyesi ve 10 (on) üyeden oluşan Yönetim Kurulu'nun 5 (beş) üyesi A Grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Oyda ve yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazına sahip olan A Grubu payların toplamının, Şirket'in çıkarılmış sermayesinde temsil ettiği oranın %20 sınırının altına düşmesi durumunda, söz konusu duruma yol açan hukuki işlemin gerçekleştiği andan itibaren yukarıda belirtilen yönetim kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı sonradan canlanmamak üzere kendiliğinden yürürlükten kalkacaktır.

3.2.1. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı

Halka arz Europap Tezol'un çıkarılmış sermayesinin %20.0'sine tekabül eden mevcut ortaklara ait 20,000,000 TL nominal değerli B grubu payın halka arzı ile gerçekleştirilecektir. Toplanan talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, mevcut ortaklara ait halka arz edilecek payların %20.0'sine tekabül eden 4,000,000 TL nominal değerli B grubu payların da halka arz edilecek toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır.

Halka arzda ek satışın kullanılmaması halinde tüm ortaklar, sahip oldukları payların %20.0'lik kısmına tekabül eden B grubu paylarını, ek satışın tamamının gerçekleştirilmesi halinde ise tüm

ortaklar, sahip oldukları payların %24.0'lük kısmına tekabül eden B grubu paylarını halka arz etmiş olacaktır.

Halka arz sonrası ek satış hariç ve dahil olmak üzere planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Pay Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
		Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Şükrü Erhan Tezol	A	15,000,000	38.52%	15,000,000	30.82%	15,000,000	29.28%
	B	23,520,000		15,816,000		14,275,200	
Mehmet Ersin Tezol	A	15,000,000	38.51%	15,000,000	30.81%	15,000,000	29.27%
	B	23,510,000		15,808,000		14,267,600	
Mine Makbule Kuşçu	B	8,330,000	8.33%	6,664,000	6.66%	6,330,800	6.33%
Müge Kuşçu	B	8,330,000	8.33%	6,664,000	6.66%	6,330,800	6.33%
Emine Nesrin Tezol	B	5,480,000	5.48%	4,384,000	4.38%	4,164,800	4.16%
Ayşe Selda Tezol	B	415,000	0.42%	332,000	0.33%	315,400	0.32%
Ömer Şükrü Tezol	B	415,000	0.42%	332,000	0.33%	315,400	0.32%
Halka Açık Kısım	B			20,000,000	20.00%	24,000,000	24.00%
Toplam		100,000,000	100.00%	100,000,000	100.00%	100,000,000	100.00%

3.3. Kar Dağıtım Politikası

Europap Tezol'un Kar Dağıtım Politikası kapsamında; 2021 mali yılı kar dağıtımından başlamak üzere sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde hesaplanan, dağıtılabılır dönem kârın; asgari %30'u nakit olmak üzere dağıtılabılır karın asgari toplam %70'inin pay sahiplerine dağıtılması hedeflemektedir. Şirket, 2020 yılına ait karı henüz dağıtmamış olup halka arz sonrasında dağıtmayı değerlendirmektedir.

3.4. Kilometre Taşları

1930larda başlayan tütün ticareti, 1969 yılında «Tezol Tütün İhracat Dahili Ticaret ve İthalat A.Ş.»nin kurulmasıyla şirketleşmiştir. Kuruluş sermayesi (eski para ile) 1,200,000.00 TL'dir.

1969 – 2005 yılları arasında Şirket, tütün ticareti faaliyetleri ile meşgul olmuştur.

2000 yılında temizlik kâğıdı sektöründe ilk girişimi olan «Europap Kağıt ve Temizlik Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.» kurulmuştur. İlk etapta sadece bitmiş ürün (converting) üretimi yapılmıştır. Piyasada yer alan temizlik kâğıdı üreticisi şirketlerden kâğıt bobin halinde temizlik kâğıdı satın alınarak bunlardan bitmiş ürün üretilmiş ("converting") ve satılmıştır.

2001 yılında ilk öz markalı ve özel markalı ürünlerini tüketici ile buluşturduktan sonra, temizlik kâğıtları faaliyetlerinin gösterdiği büyüme üzerine Şirket ortakları, sadece kâğıt bobinden temizlik kâğıdı ("converting") üretimi faaliyetleri ile sınırlı kalmayarak, hammaddeden (selüloz ve/veya atık kâğıt) kâğıt bobin halinde temizlik kâğıdı üretimi de yaparak, entegre üretici olmak üzere 2002 yılında kâğıt fabrikası yatırımı yapma kararı almışlardır.

2002 yılında entegre üretici olma kararı çerçevesinde «Tezol Tütün İhracat Dahili Ticaret ve Sanayi A.Ş.»nin ismi, «Tezol Tütün Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.» olarak değiştirilmiştir.

2003 yılında ilk ihracat işlemini gerçekleştirerek, yurt dışı piyasalara da açılmıştır.

2004 yılında ilk kâğıt makinesi yatırımı İzmir Fabrikası'nda yapılmıştır. Hammadde olarak hem selülozdan hem de atık kâğıttan temizlik kâğıdı üretebilme esnekliğine ve teknolojisine sahip İzmir Torbalı'da devreye alınan **birinci kâğıt üretim tesisi ("PM1")** 24.504 ton/yıl kâğıt bobin kapasitesi ile devreye alınmıştır.

2009 yılında ikinci kâğıt makinesi yatırımı yine İzmir Fabrikası'nda yapılmıştır. Yalnızca selülozdan temizlik kâğıdı üretebilecek şekilde kurulan **ikinci kâğıt üretim tesisi ("PM2")** 30.181 ton/yıl kâğıt bobin kapasitesi ile devreye alınmıştır.

2015 yılında Şirket'in yurt dışı satışlarının çoğunluğunun yapıldığı bir aracı ihracatçı olarak faaliyet gösterecek «TZE Global Dış Ticaret A.Ş.», Erhan Tezol ve Ersin Tezol tarafından kurulmuştur.

2015 yılında İzmir fabrikasının arazisinde Europap Tezol Kojenerasyon Santrali kurulması ve işletilmesi için Tres Enerji Hizmetleri San. ve Tic. A.Ş. ile sözleşme imzalanmıştır. Bugün Şirket'e elektrik sağlayan kojenerasyon santralının toplam kurulu gücü 6,862 MWm / 6,712 MWe olup bu santral lisanstan muaftır.

2016 yılında mevcut iki şirket olan Tezol Tütün Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Europap Kağıt ve Temizlik Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. birleştirilerek bugünkü ticari unvanla faaliyetlere devam etme kararı alınmıştır. Ayrıca büyüme ve ihracat hedefleri dahilinde Mersin Tarsus OSB'de arazi satın alınarak Mersin Fabrikası kurulmuş ve burada Şirket'in **üçüncü üretim tesisi ("PM3")** yatırımı yapılmıştır. **PM1 gibi** hammadde olarak hem selülozdan hem de atık kâğıttan temizlik kâğıdı üretebilme esnekliğine ve teknolojisine sahip **PM3** 31.365 ton/yıl kâğıt bobin kapasitesi ile devreye alınmıştır.

2020 yılının sonunda, Mersin Tarsus OSB'deki mevcut kâğıt üretim tesislerinin yanında 40,000 ton/yıl kâğıt bobin kapasiteli **dördüncü üretim tesisi ("PM4")** yatırımına başlamıştır. Bu tesisin devreye girişi 2022 yılının üçüncü çeyreği olarak planlanmaktadır. Yeni üretim tesisinin ve bu tesisle birlikte aynı fabrikada yapılması planlanan diğer yatırımların yaklaşık 185,000,000 TL (~18 milyon Euro) bedelle tamamlanması beklenmektedir.

2020 yılında Şirket, ISO500 listesinde Europap Tezol, 439., Ege Bölgesi Sanayi Odası tarafından yayımlanan 100 Büyük Sanayi Kuruluşu listesinde ise 37. sırada yer almıştır.

2021 yılının Şubat ayında Şirket'in çıkarılmış sermayesi tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 15,000,000 TL'den 100,000,000 TL'ye artırılmıştır.

2021 yılının Mart ayında dış ticaret şirketi TZE Global'in sermayesinde Şirket hakim ortaklarına ait olan paylar, halka arz yapılması kapsamında Şirket tarafından satın alınarak, TZE Global Şirket'in %100 oranında bağlı ortaklığı haline getirilmiştir.

İzahnamede ve bu raporda yer alan mali tablolar dönemleri itibariyle Europap Tezol ve ayrı bir tüzel kişilik TZE Global konsolide olmaktadır. Ancak Europap Tezol, TZE Global'e ihraç kayıtlı satış yapmaktadır.

3.5. Faaliyetler Hakkında Bilgi

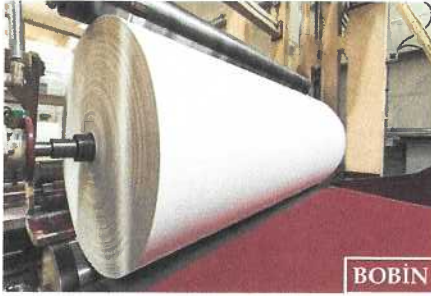
Ana Ürün Grupları ve Üretim Tesisleri

Şirket'in sahip olduğu tesislerde üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler "temizlik kâğıtları" olarak sınıflanmaktadır. Temizlik kâğıtları ana sınıflamasının altında ise; Europap Tezol yan

mamul sınıfındaki “kâğıt bobin” ve bitmiş ürün sınıfındaki çeşitli temizlik kâğıtlarının üretim ve satışı gerçekleştirilmektedir.

Kâğıt Bobin; selüloz ve/veya atık kâğıttan oluşan hammaddeden üretilmiş, kâğıt bobin formunda olan ve henüz bitmiş ürüne çevrilmemiş temizlik kâğıdı ürünlerini ifade etmektedir. Tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, kâğıt mendil vb. her bir temizlik kâğıdı çeşidi için ayrı bobinler üretilmektedir.

Bitmiş Ürün; selüloz ve/veya atık kâğıttan oluşan hammaddeden üretilmiş temizlik kâğıdı bobinlerinin bitmiş ürün üretim (“*converting*”) tesislerinde çeşitli işlemlere tabi tutularak tüketicilere sunulabilecek forma getirilen temizlik kâğıdı ürünlerini ifade etmektedir.



Tezol, İzmir – Torbalı’da 58.157 m² açık alan üzerinde kurulu 36.432 m² kapalı alanı ve Mersin – Tarsus OSB’de 53.410 m² açık alan üzerinde kurulu 24.270 m² kapalı alanı olan iki fabrikasında; ikisi İzmir’de biri Mersin’de olmak üzere toplam 3 kâğıt bobin üretim tesisine (*hattına*) (PM1, PM2 ve PM3) ve 15’i İzmir’de 7’si Mersin’de olmak üzere toplam 22 bitmiş ürün üretim tesisine (*hattına*) sahiptir.

Mersin fabrikasında 2022 yılında devreye girmesi planlanan dördüncü kâğıt üretim tesisine (PM4) ilişkin yatırımlar ise devam etmektedir.

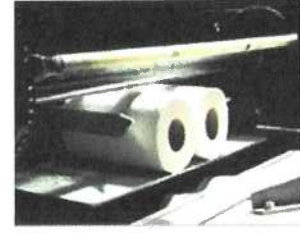
Şirket, **İzmir – Torbalı’da yer alan** kâğıt üretim tesisleri olan **PM1 ve PM2** ile **Mersin – Tarsus’ta yer alan PM3** üretim tesislerinde selülozdan ve/veya atık kâğıttan bobin üretimi gerçekleştirmektedir. PM1 ve PM3 hem selüloz hem de atık kâğıttan üretim yapabilirken, PM2 ise yalnızca selülozdan üretim yapabilmektedir. Şirket, üretimde kullandığı **selüloz**un tamamını, yurt içi üretimin mevcut olmaması nedeniyle yurt dışındaki çeşitli ülkelerden ithal etmektedir. Kâğıt bobin üretiminde diğer bir hammadde olarak kullanılan **atık kâğıtlar** ise ağırlıklı olarak yurt içindeki pek çok farklı firmadan tedarik edilmektedir. Bununla birlikte Şirket, uygun fiyat ve kalitede atık kâğıt bulması halinde yurt dışından da tedarik edebilmektedir.

Şirket’in hem selüloz hem de atık kâğıt tedarikçileri ile uzun yıllardır süren ve karşılıklı güvene dayanan ticari ilişkileri bulunmaktadır. Şirket, selüloz tedarikini; sürdürülebilir orman yöneten ve bununla ilgili sertifikaya (*FSC – Forest Stewardship Council*) sahip büyük ve dünyaca tanınan üreticilerden yapmaktadır. Şirket yöneticileri, hammadde maliyetlerinin seyrini yakından takip etmekte ve fiyat / kalite dengesi ile uluslararası pazardaki eğilimleri gözleyerek gerektiğinde fazla alım yapmak suretiyle stok miktarlarını artırabilmektedir.

Şirket’in mevcut tesislerinin kapasite raporlarına göre **yıllık üretim kapasiteleri** aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.



Fabrika	Tesis	Hammadde	Kâğıt Bobin Üretim Kapasitesi - Ton
İzmir - Torbalı	PM 1	Selüloz / Atık Kâğıt	24.504
İzmir - Torbalı	PM 2	Selüloz	30.181
Mersin - Tarsus	PM 3	Selüloz / Atık Kâğıt	31.365
Toplam			86.050



Fabrika	Tesis	Hammadde	Bitmiş Ürün Üretim Kapasitesi – Ton
İzmir - Torbalı	Converting	Kâğıt Bobin	24,471*
Mersin - Tarsus	Converting	Kâğıt Bobin	51,550
Toplam			76,021

* İzmir Torbalı fabrikasında yer alan bitmiş ürün ("converting") hatlarının toplam kapasitesi daha yüksek olmakla birlikte, hesaplama yöntemi değişikliği nedeniyle kapasite raporunda yukarıda şekilde yer almaktadır. Mersin fabrikası kapasite raporu hesaplama yöntemiyle tutarlı hale getirildiğinde (300 gün/yıl yerine 350 gün/yıl ve 8 saat/gün yerine 24 saat/gün çalışma zamanı) İzmir Fabrika'daki bitmiş ürün (converting) hatlarının toplam kapasitesi yaklaşık 85.650 ton/yıl olarak hesaplanmaktadır.

Yurt içine satılan ürünlerin tamamına yakını tüketici tercih ve alışkanlıklarına bağlı olarak selülozdan üretilmektedir. Bununla birlikte ağırlıklı olarak yurt dışına ihraç edilen kâğıt bobin miktarının 2018, 2019, 2020 yıllarında ve 2020/06, 2021/06 dönemlerinde sırasıyla %85, %88, %69'u ve %73, %74'ü atık kâğıttan üretilmiştir.

2018, 2019, 2020 yılsonları ile 2020/06 ve 2021/06 dönemleri itibarıyla gerçekleştirilmiş olan kâğıt bobin ve bitmiş ürün üretim miktarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Kâğıt Bobin Üretimi (Ton)	2018	%	2019	%	2020	%	2020/06	%	2021/06	%
İzmir - Torbalı	50,835	66.0	51,165	62.6	52,562	60.7	26,812	61.7	24,741	59.8
Artış Oranı (%)			0.6		2.7				-7.7	
Mersin - Tarsus	26,201	34.0	30,532	37.4	34,078	39.3	16,665	38.3	16,642	40.2
Artış Oranı (%)			16.5		11.6				-0.1	
Toplam	77,036	100.0	81,697	100.0	86,640	100.0	43,477	100.0	41,383	100.0
Artış Oranı (%)			5.8		6.1				-4.8	

Bitmiş Ürün Üretimi (Koli*)	2018	%	2019	%	2020	%	2020/06	%	2021/06	%
İzmir - Torbalı	7,192,253	73.8	7,791,846	71.8	8,147,159	67.9	4,143,611	68.3	3,454,869	69.6
Artış Oranı (%)			8.3		4.6				-16.6	
Mersin - Tarsus	2,554,406	26.2	3,056,625	28.2	3,851,312	32.1	1,923,080	31.7	1,505,992	30.4
Artış Oranı (%)			19.7		26.0				-21.7	
Toplam	9,746,659	100.0	10,848,471	100.0	11,998,471	100.0	6,066,691	100.0	4,960,861	100.0
Artış Oranı (%)			11.3		10.6				-18.2	

(*) 1 koli bitmiş ürün için yaklaşık 3.7- 4.1 kg kâğıt bobin kullanılmaktadır.

Satışlar

Europap Tezol, yurt içi bitmiş ürün satışlarının çok önemli bir kısmını Türkiye'nin önde gelen zincir mağazaları ve bayi ve/veya toptancı kanalından ve ağırlıklı olarak vadeli olacak şekilde gerçekleştirmektedir. Şirket, bölgesel bazda çalışmakta olduğu bayilerinden teminat mektubu almaktadır.

Yurt dışı müşterilerden olan alacakların önemli kısmı alacak sigortası kapsamındadır. Şirket, yurt dışı alacaklarını, dünyanın bilinen en büyük üç alacak sigortası şirketinden biri üzerinden sigortalatmaktadır. Sigortalanamayan yurt dışı satışlar riski azaltmak için vesaik mukabili, ön/peşin ödeme vb. tahsilat yöntemleri ile gerçekleştirilmektedir.

Ürünler ve Satış Kanalları

Şirket tarafından üretim ve satışı gerçekleştirilen ana ürün grupları olan kâğıt bobin ve bitmiş ürünler altında yer alan ürün grupları; kâğıt havlu, tuvalet kâğıdı ve kâğıt peçetedir. Bununla birlikte Şirket, talep gelmesi halinde kâğıt bobin ana grubu altındaki ürünlere kâğıt mendili de ekleyebilmektedir. Müşterilerden gelen siparişler doğrultusunda 2018, 2019, 2020 ve 2021'in ilk 6 ayının her döneminde düşük miktarda kâğıt mendil bobini üretilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket satışlarının 2018, 2019, 2020 yılsonları ile 2020/06 ve 2021/06 dönemleri itibarıyla ana ürün grupları bazında kırılımları yer almaktadır.

Net Satışlar (Milyon TL)	2018	%	2019	%	2020	%	2020 / 06	%	2021 / 06	%
Bobin	195.7	41.0	250.7	40.9	258.1	40.0	114.2	37.5	148.8	43.6
Bitmiş ürün	281.5	59.0	361.9	59.1	387.5	60.0	190.5	62.5	192.6	56.4
Özel markalı	211.1	44.2	260.9	42.6	295.5	45.8	134.0	44.0	136.3	39.9
Öz markalı	70.4	14.8	100.9	16.5	92.0	14.2	56.5	18.5	56.3	16.5
Toplam	477.1	100.0	612.6	100.0	645.6	100.0	304.7	100.0	341.4	100.0



Şirket, yurt içindeki bitmiş ürün satışlarını; i) zincir mağazalar ii) ülke geneline hitap eden bayi/toptancı ağı ile gerçekleştirmektedir. Son durum itibarıyla Şirket'in teminatlî çalıştığı bayi/toptancı sayısı 58'dir. Bunlara ek olarak, Şirket'in yalnızca kredi kartı ve/veya peşin/ön ödeme ile satış yaptığı başka yurt içi müşterileri de vardır.

2018, 2019, 2020 yılları ile 2020/06 ve 2021/06 dönemleri itibarıyla Şirket satışlarının zincir mağaza – bayi kanalı dağılımları sırasıyla %51 – %6, %50 – %8, %51 – %8, %53 – %9 ve %47 – %9’dur.

Öz markalı ürünler zincir mağazalar ve bayiler/toptancılar kanalıyla, özel markalı ürünler ise söz konusu markalara sahip zincir mağazalar üzerinden tüketicilere ulaştırılmaktadır. 116 öz markalı ürün çeşidine sahip Europap Tezol, tüketici kanalı alanında tescilli 4 ana marka ve ev dışı kullanım kanalı alanında tescilli 2 ana markaya sahiptir.

Tüketici Kanalı Europap Tezol Adına Tescilli Öz Markalı Ürünler			
Ürün Fotoğrafi	Markası	Alt Marka	Ürün Grupları
	Baby Softy	Softy Prestige	Tuvalet kâğıdı Kâğıt havlu Kâğıt peçete
	Mare	Mare Fast	Tuvalet kâğıdı Kâğıt havlu Kâğıt peçete
	Ecco Yeşil Dünya	-	Tuvalet kâğıdı Kâğıt havlu Kâğıt peçete
	Ritmo	-	Tuvalet kâğıdı Kâğıt havlu Kâğıt peçete

Ev Dışı Kullanım Kanalı Europap Tezol Adına Tescilli Öz Markalı Ürünler

Ürün Fotoğrafi	Markası	Ürün Grupları
	Dolce	<p>Tuvalet Kâğıdı Kâğıt havlu Kâğıt peçete Dispenser havlu Dispenser peçete Muayene masa örtüsü Klozet kapak örtüsü</p>
	Unico	<p>Tuvalet kâğıdı Kâğıt havlu Kâğıt peçete Dispenser standart havlu Muayene masa örtüsü</p>

Europap Tezol, ürettiği öz markalı ürünlerinin yanı sıra, toplamda 19 adet özel markalı 82 ürün çeşidi ile sektörde faaliyet göstermektedir.

geçmişten bu yana iyi ilişkilere dayalı ve düzenli bir işbirliği bulunmaktadır. Şirket'in yurt dışı satışları tek bir ülke ya da coğrafi bölgeye bağlı olmayıp olabildiğince yaygın olarak gerçekleştirilmektedir. Yurt dışı satışlar ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden yapılmakta, bunu İngiliz Sterlini izlemektedir.

Satışların coğrafi bölgelere göre ayrımı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Net Satışlar (TL)	2018	%	2019	%	2020	%	2020 /06	%	2021 /06	%
Türkiye	276.7	58.0	356.0	58.1	385.5	59.7	188.4	61.8	189.1	55.4
Avrupa	89.7	18.8	109.2	17.8	111.5	17.3	57.4	18.8	55.4	16.2
Kuzey Amerika	32.3	6.8	44.4	7.2	44.1	6.8	17.0	5.6	26.6	7.8
Güney Amerika	47.0	9.9	86.0	14.0	79.6	12.3	28.6	9.4	48.2	14.1
Orta Doğu	10.4	2.2	13.0	2.1	23.7	3.7	13.1	4.3	18.5	5.4
Uzak Doğu	14.4	3.0	3.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğer	6.6	1.4	0.4	0.1	1.2	0.2	0.4	0.1	3.6	1.0
Toplam	477.1	100.0	612.6	100.0	645.6	100.0	304.7	100.0	341.4	100.0

3.6. Finansal Tablolar

3.6.1. Bilanço

Varlıklar - TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Dönen Varlıklar	234,344,805	310,022,202	456,869,434	537,606,028
Nakit ve nakit benzerleri	63,957,940	92,874,900	154,245,449	207,593,427
Finansal yatırımlar	21,679	27,970	13,951,429	49,122
Ticari alacaklar	95,910,983	121,511,500	138,073,426	139,363,843
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	18,667	22,844	15,186	15,186
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	95,892,316	121,488,656	138,058,240	139,348,657
Diğer alacaklar	1,921,762	3,003,120	9,070,493	3,661,096
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	43,000			19,290
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1,878,762	3,003,120	9,070,493	3,641,806
Stoklar	68,651,911	89,751,679	137,361,977	168,970,338
Peşin ödenmiş giderler	3,806,864	2,550,618	3,956,467	9,775,533
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar		114,142		7,611,793
Diğer dönen varlıklar	73,666	188,273	210,193	580,876
Duran Varlıklar	162,421,229	171,188,168	222,295,336	257,823,798
Finansal yatırımlar	7,988,271	10,587,780	11,985,321	12,440,448
Diğer alacaklar	1,445	1,445	1,445	1,445
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1,445	1,445	1,445	1,445
Maddi duran varlıklar	151,655,978	157,166,921	186,319,455	194,477,534
Kullanım hakkı varlıkları		2,731,979	3,332,958	4,098,496
Maddi olmayan duran varlıklar	1,010,116	700,043	334,886	217,677
Peşin ödenmiş giderler	1,765,419		20,321,271	46,588,198
Toplam Varlıklar	396,766,034	481,210,370	679,164,770	795,429,826

Yükümlülükler - TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Kısa Vadeli Yükümlülükler	97,017,731	87,843,842	129,339,846	163,122,911
Kısa vadeli borçlanmalar	28,298,516	12,076,431	30,029,097	48,732,388
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	18,976,795	20,909,604	33,193,446	29,927,844
Diğer finansal yükümlülükler	42,805	47,699	6,611	
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler	276,348	10,383,739	17,857,727	21,062,513
Ticari borçlar	40,479,315	32,375,510	41,461,252	53,295,955
- İlişkili taraflara ticari borçlar	123,036	291	11,050	9,185
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	40,356,279	32,375,219	41,450,202	53,286,770
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	1,048,678	1,346,304	1,493,585	3,901,057
Diğer borçlar	2,145,550	191,743	161,870	323,774
- İlişkili taraflara diğer borçlar	2,145,550	191,743	161,870	100,061
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar				223,713
Ertelenmiş gelirler (müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülüklerin dışında kalanlar)	219,929	343,898	559,994	2,121,717
Dönem karı vergi yükümlülüğü	1,983,177	7,152,088	1,502,905	696,326
Kısa vadeli karşılıklar	2,946,684	2,586,133	2,404,279	2,360,209
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	2,946,684	2,586,133	2,404,279	2,360,209
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	599,934	430,693	669,080	701,128
Uzun Vadeli Yükümlülükler	57,432,161	54,812,349	95,463,425	110,992,797
Uzun vadeli borçlanmalar	20,652,280	20,768,506	68,070,917	91,469,739
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler	29,017,826	21,622,078	12,280,977	4,295,509
Ertelenmiş gelirler (müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülüklerin dışında kalanlar)		337,285	78,939	
Uzun vadeli karşılıklar	4,719,291	6,780,845	9,484,635	11,471,654
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	4,719,291	6,780,845	9,484,635	11,471,654
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	3,042,764	5,303,635	5,547,957	3,755,895
Özkaynaklar	242,316,142	338,554,179	454,361,499	521,314,118
Ödenmiş sermaye	15,000,000	15,000,000	15,000,000	100,000,000
Ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin etkisi	1,609,156	1,609,156	1,609,156	(13,292,236)
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	7,247,044	7,525,000	7,525,000	14,032,990
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	4,085,276	5,142,464	5,398,126	5,777,282
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm (kayıpları) / kazançları	224,834	(1,187,512)	(2,259,514)	(2,312,729)
- Gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan kazançlar	3,860,442	6,329,976	7,657,640	8,090,011
Geçmiş yıl karları	143,728,498	199,296,710	288,277,559	333,321,227
Net dönem karı	70,646,168	109,980,849	136,551,658	81,474,855
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	396,766,034	481,210,370	679,164,770	795,429,826

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3.6.1.1. Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2018, 2019, 2020 ve 2021/06 mali tablolarına göre hesaplanan ticari işletme sermayesi ve gün sayıları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ticari İşletme Sermayesi Tablosu - TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Ticari alacaklar	95,910,983	121,511,500	138,073,426	139,363,843
Stoklar	68,651,911	89,751,679	137,361,977	168,970,338
Ticari borçlar	40,479,315	32,375,510	41,461,252	53,295,955
Net İşletme Sermayesi	124,083,579	178,887,669	233,974,151	255,038,226

Hasılat ve SMM, TL	01.01.2018 - 31.12.2018	01.01.2019 - 31.12.2019	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2021 - 30.06.2021
Hasılat	477,136,351	612,606,713	645,577,520	341,377,978
Satışların maliyeti (-)	325,247,317	422,662,428	428,651,122	242,194,088

Ticari İşletme Sermayesi Gün Sayıları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Ticari alacaklar	73	72	78	75
Stoklar	77	78	117	127
Ticari borçlar	45	28	35	40

Stok gün sayısındaki artış pandemi sebebiyle yaşanan uluslararası lojistik sorunlarından kaynaklanmaktadır. Yeterli konteyner bulunamaması nedeniyle üretilmiş ve satışı gerçekleştirilmiş ihraç mallarının müşterilere ulaştırılmasında gecikmeler meydana gelmektedir. Şirket, yurt dışı müşterileri çoğunlukla DAP (Delivery at Place) – yerinde teslim usulü ile çalıştığından, söz konusu mallar alıcıya teslim edilmediği ve edim yükümlülüğü yerine getirilmediği sürece Uluslararası Finansal Raporlama Standartları gereğince satış olarak kaydedilmeyerek, stoklar altında “yoldaki mamüller” olarak izlenmektedir. Bu durum; net satışlar ve stoklar kalemlerini direkt olarak ve bunlarla bağlantılı diğer bilanço – gelir tablosu kalemlerini etkilemektedir.

3.6.2. Gelir Tablosu

Gelir 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	477,136,351	612,606,713	645,577,520	304,748,343	341,377,978
Satışların maliyeti (-)	(325,247,317)	(422,662,428)	(428,651,122)	(200,612,543)	(242,194,088)
Brüt kar	151,889,034	189,944,285	216,926,398	104,135,800	99,183,890
Genel yönetim giderleri (-)	(11,879,235)	(13,302,517)	(16,080,865)	(7,715,477)	(12,115,246)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(28,553,662)	(45,086,138)	(53,597,720)	(23,907,524)	(40,048,338)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	27,508,026	45,467,880	47,009,292	16,776,633	70,116,365
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(24,204,626)	(41,399,036)	(31,216,169)	(9,705,222)	(53,038,542)
Esas faaliyet karı	114,759,537	135,624,474	163,040,936	79,584,210	64,098,129
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	30,672	62,124	592,554	544,554	1,552,271
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(9,675)				(3,718)
Finansman gelirleri/(giderleri) öncesi faaliyet karı	114,780,534	135,686,598	163,633,490	80,128,764	65,646,682
Finansman gelirleri	30,133,572	30,861,660	71,841,369	35,227,523	36,903,076
Finansman giderleri (-)	(57,095,124)	(30,322,160)	(75,174,594)	(30,642,324)	(21,303,069)
Sürdürülen faal. vergi öncesi karı	87,818,982	136,226,098	160,300,265	84,713,963	81,246,689
Sürdürülen faal. vergi geliri/(gideri)					
- Dönem vergi gideri (-)	(6,077,215)	(23,761,266)	(23,306,162)	(17,211,744)	(1,573,348)

- Ertelenmiş vergi geliri / gideri (-)	(11,095,599)	(2,483,983)	(442,445)	233,020	1,801,514
Net dönem karı	70,646,168	109,980,849	136,551,658	67,735,239	81,474,855

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3.6.2.1. Son 12 Aylık (01.07.2020 – 30.06.2021) Gelir Tablosu Hesaplaması

Gelir Tablosu – TL	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2020 – 30.06.2020	01.01.2021 – 30.06.2021	01.07.2020 - 30.06.2021*
Hasılat	645,577,520	304,748,343	341,377,978	682,207,155
Satışların maliyeti (-)	(428,651,122)	(200,612,543)	(242,194,088)	(470,232,667)
Brüt kar	216,926,398	104,135,800	99,183,890	211,974,488
Genel yönetim giderleri (-)	(16,080,865)	(7,715,477)	(12,115,246)	(20,480,634)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(53,597,720)	(23,907,524)	(40,048,338)	(69,738,534)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	47,009,292	16,776,633	70,116,365	100,349,024
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(31,216,169)	(9,705,222)	(53,038,542)	(74,549,489)
Esas faaliyet karı	163,040,936	79,584,210	64,098,129	147,554,855
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	592,554	544,554	1,552,271	1,600,271
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)			(3,718)	(3,718)
Finansman gelirleri/(giderleri) öncesi faaliyet karı	163,633,490	80,128,764	65,646,682	149,151,408
Finansman gelirleri	71,841,369	35,227,523	36,903,076	73,516,922
Finansman giderleri (-)	(75,174,594)	(30,642,324)	(21,303,069)	(65,835,339)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	160,300,265	84,713,963	81,246,689	156,832,991
Sürdürülen faaliyetler vergi geliri/(gideri)				
- Dönem vergi gideri (-)	(23,306,162)	(17,211,744)	(1,573,348)	(7,667,766)
- Ertelenmiş vergi geliri / gideri (-)	(442,445)	233,020	1,801,514	1,126,049
Net dönem karı	136,551,658	67,735,239	81,474,855	150,291,274

* Son 12 aylık (01.07.2020 – 30.06.2021) tutarın hesaplanması için “01.01.2020 - 31.12.2020” dönemine ait verilerden “01.01.2020 - 30.06.2020” dönemine ait tutar çıkarılmış ve “01.01.2021 - 30.06.2021” dönemine ait tutar eklenmiştir.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3.6.2.2. Gelir Tablosu Karlılık Oranları

Karlılık Oranları	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	01.07.2020 - 30.06.2021*
Brüt Kar Marjı	31.8%	31.0%	33.6%	34.2%	29.1%	31.1%
Esas Faaliyet Karı Marjı	24.1%	22.1%	25.3%	26.1%	18.8%	21.6%
FAVÖK Marjı	25.9%	23.7%	26.9%	27.8%	20.5%	23.3%
Net Kar Marjı	14.8%	18.0%	21.2%	22.2%	23.9%	22.0%
Aktif Karlılığı	17.8%	22.9%	20.1%			18.9%
Özkaynak Karlılığı	29.2%	32.5%	30.1%			28.8%

* Son 12 aylık (01.07.2020 – 30.06.2021) tutarın hesaplanması için “01.01.2020 - 31.12.2020” dönemine ait verilerden “01.01.2020 - 30.06.2020” dönemine ait tutar çıkarılmış ve “01.01.2021 - 30.06.2021” dönemine ait tutar eklenmiştir.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4. Sektörel Bilgiler

Europap Tezol, ana sektör olarak kâğıt sektöründe faaliyet göstermektedir. Kâğıt sektörü altında üretim teknikleri bakımından kısmi benzerlikler barındırmakla birlikte kullanım alanları birbirinden farklı birçok ürün çeşidi yer almaktadır. Bu bağlamda Şirket, özellikle 2019 yılından bu yana etkileri tüm dünyada görülen Covid-19 nedeniyle önemi gittikçe artan **temizlik kâğıtları** alt sektöründe faaliyet göstermektedir.

Kâğıdın yapımında kullanılan hammaddenin işlenmesinden son ürün elde edilmesine kadar olan süreçte ise 3 alt sektör tanımlanmaktadır. Temizlik kâğıtları; sargılık kâğıtlar, kraft torba kâğıdı, oluklu mukavva kâğıtları, kartonlar ve sigara - ince özel kâğıtlar ile birlikte Endüstriyel Kâğıtlar başlığında yer almaktadır.

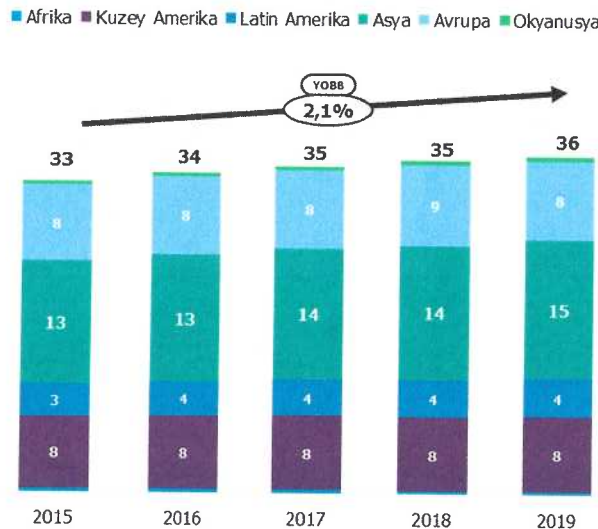
Kâğıt sektörü hammadde temini açısından orman ürünleri ve atık kâğıt sektörü ile diğer ürünlere girdi oluşturduğu basım, yayım ve ambalaj sektörleri ile yakından ilişkilidir. Kâğıdın temel iki hammaddesinden biri olan selülozun temininde temel kaynak odun ve yıllık bitkilerdir. Dolayısıyla, ağaç ürünleri sanayi kâğıt sektörünün üretim süreciyle yakından ilişkilidir. Kâğıt üretiminde kullanılan bir başka kaynak atık kâğıdın yeniden işlenmesidir. Bu çerçevede atık kâğıt sektörü de kâğıdın üretim sürecinde birlikte değerlendirilmesi gereken sektörlerden biridir. Herhangi bir kullanım alanında fonksiyonunu tamamlayan ve atılan her türlü kâğıt, karton ve mukavvaya atık kâğıt denilmektedir. Ana hammadde kaynağı olan selülozdan elde edilen kâğıdın nitelikleri daha iyi olmasına rağmen doğal kaynakların kısıtlı olması, kısıtlı olan doğal kaynakları koruma ihtiyacı, orman yetiştiriminin uzun süre alması, vb. nedenlerle atık kâğıdın üretimde değerlendirilmesi cazip hale gelmiştir.

Kâğıt üretiminde atık kâğıdın kullanım oranı, Türkiye’de her geçen yıl artsa da kullanılan kâğıdın toplanma yöntemi henüz tam anlamıyla gelişmemiş olduğundan üretime geri dönüş oranı gelişmiş ülkelere göre düşük kalmaktadır. Kağıt Geri Dönüşüm Sanayicileri Derneği AGED’in Mart-Nisan 2019 tarihli dergisinde AGED Başkanı tarafından verilen bilgiler, kağıt geri dönüşüm oranının Avrupa’da %80’in üzerinde seyrettiğine işaret ederken Türkiye’de yaklaşık %50 civarında kaldığını göstermekte, Türkiye’nin Avrupa seviyesini yakalaması gerektiği ifade edilmektedir.

Dünya’da Temizlik Kâğıtları

Food and Agriculture Organization of the United Nations (“FAO”) (Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Organizasyonu) tarafından sağlanan verilerden oluşturulmuş olan aşağıdaki tablo, 2015 - 2019 döneminde dünya kâğıt tüketimine ilişkin gelişimi göstermektedir. FAO verilerine göre; 2015 – 2019 döneminde dünya temizlik kâğıdı tüketimi 33 milyon tondan 36 milyon tona yükselmiştir. Söz konusu %2.1 artış yıllık ortalama bileşik büyümeyi ifade etmektedir.

Dünya Temizlik Kağıdı Tüketimi – Milyon Ton



Kaynak: UN FAO <http://www.fao.org/3/cb3795m/cb3795m.pdf>

Dünya’da önde gelen temizlik kâğıdı üreticileri Kimberly-Clark, Procter & Gamble, Essity AB, Georgia Pacific, Empresas CMPC, Asia Pulp & Paper Co, Sofidel ve SCA Group olarak sayılabilir. Bununla birlikte Türkiye’de markalı temizlik kâğıtları ithalatı, iç üretimin yeterli olması nedeniyle ihmal edilebilir düzeydedir.

Türkiye’de Temizlik Kâğıtları

Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı (SKSV) – 2020 Yıllık Rapor’una göre Türkiye’nin toplam kâğıt üretim kapasitesi 2020 itibarıyla 5.8 milyon tondur. Söz konusu kapasitenin 3.4 milyon tonluk kısmı sektörün en önemli ürün grubu olan oluklu mukavvalara aittir. Üretim kapasitesi açısından ikinci sırada 1.1 milyon tonluk kapasite ile temizlik kâğıtları yer almaktadır. Temizlik kâğıtları üretim kapasitesinde 2020 yılında bir önceki yıla göre %8.3’lük artış meydana gelmiştir. Kapasite kullanım oranları sektörde ve temizlik kâğıtlarında %85’in üzerindedir.

Türkiye Kâğıt Üretim ve Tüketim Verileri

Üretim - Bin Ton	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	YOBB
Yazı Tabı Kağıdı	309	316	301	278	257	263	233	237	247	254	245	254	
Gazete Kağıdı	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	0	
Sargılık Kağıt	23	39	31	29	29	96	80	75	78	97	95	80	
Temizlik Kâğıtları	369	371	462	525	569	585	660	812	869	903	908	944	8,9%
Oluklu Mukavva Kağıdı	1.126	1.230	1.394	1.483	1.609	1.842	2.190	2.280	2.515	2.502	2.645	2.880	
Kartonlar	411	503	564	534	568	460	577	615	643	655	714	722	
Sigara İnce Kağıtlar	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
Toplam	2.243	2.464	2.757	2.856	3.038	3.251	3.745	4.024	4.357	4.417	4.612	4.885	7,3%

Tüketim - Bin Ton	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	YOBB
Yazı Tabı Kağıdı	932	1.154	1.081	1.156	1.204	1.207	1.177	1.202	1.203	1.083	1.136	1.074	
Gazete Kağıdı	468	510	486	455	435	392	348	263	224	178	138	122	
Sargılık Kağıt	121	178	198	206	221	351	329	289	345	366	364	377	
Temizlik Kâğıtları	319	320	371	374	402	438	494	540	561	590	635	672	7,0%
Oluklu Mukavva Kağıdı	1.742	2.010	2.104	2.231	2.374	2.394	2.468	2.608	2.786	2.726	2.801	3.128	
Kartonlar	844	1.033	1.070	1.038	1.134	1.025	1.050	1.103	1.180	1.092	1.179	1.296	
Sigara İnce Kağıtlar*	16	17	16	20	20	0	0	0	27	26	27	28	
TOPLAM	4.442	5.222	5.326	5.480	5.790	5.807	5.866	6.005	6.326	6.060	6.279	6.698	3,8%

Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayi Vakfı, 2020

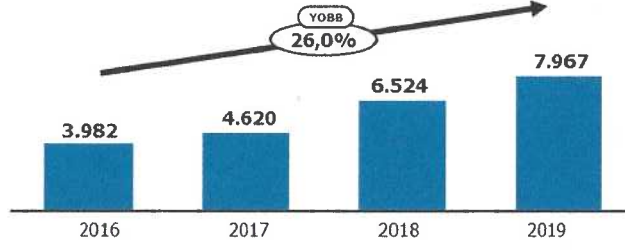
*0 ile gösterilen ilgili yıllara ilişkin veri mevcut değildir.

Türkiye’de 2009 yılında 2.2 milyon ton seviyesinde olan toplam kâğıt üretimi 2020 yılı itibarıyla 4.9 milyon tona ulaşmıştır. Son 11 yılda toplam kâğıt üretimi yıllık ortalama bileşik bazda %7.3 büyürken, temizlik kâğıtları üretimi aynı dönemde %8.9 yıllık ortalama bileşik büyüme göstererek 944 bin tona ulaşmıştır. Temizlik kâğıtları üretimi 2020 yılı itibarıyla toplam kâğıt üretiminde aldığı %19 pay ile sektörün oluklu mukavvadan sonra en büyük ikinci ürün grubunu oluşturmaktadır.

Türkiye kâğıt sektörünün karton ve oluklu mukavvadan sonra en önemli ürün grubu temizlik kâğıtlarıdır. Son 11 yılda yıllık ortalama %7.0 bileşik büyüme oranı ile artan tüketim sonucu 2009 yılında 319 bin ton seviyesinde olan temizlik kâğıtları tüketimi 2020 itibarıyla 672 bin tona ulaşmıştır.

Türkiye İstatistik Kurumu Verileri’ne göre Türkiye temizlik kâğıtları tüketimi 2016 yılında 4.0 milyar TL seviyesindeyken aradan geçen 3 sene sonunda tüketim tutarı 8.0 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Söz konusu yükseliş yıllık ortalama bileşik bazda %26 büyüme oranına karşılık gelmektedir.

Türkiye Temizlik Kâğıdı Tüketimi – Milyon TL



Kaynak: TUIK

Türkiye Kâğıt Sektörü Dış Ticareti

Milyon USD	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
İhracat	1.005	1.217	1.427	1.033	1.140	1.204	1.186	1.355	1.520	1.716	1.796	1.724
İthalat	2.214	2.820	3.110	2.883	3.092	3.171	2.684	2.685	2.812	2.750	2.514	2.428

Kaynak: Trademap tarihinde 48 GTIP kodu

Türkiye'nin kâğıt ürünleri ihracatı 2009 – 2020 döneminde yıllık ortalama %5.0 büyüme göstermiş ve 1.0 milyar USD seviyesinden 1.7 milyar USD seviyesine ulaşmıştır. İhracatta 2016 – 2020 dönemi incelendiğinde yıllık ortalama bileşik büyümenin %6.2 olduğu görülmektedir.

4.1. Europap Tezol'un Sektör'deki Konumu

Europap Tezol, temizlik kâğıtları pazarında tam entegre (hammaddeden bitmiş ürüne) bir şirket olarak faaliyet göstermekte olup hem yurt içi pazara hem de yurt dışı pazarlara satış yapmaktadır. Şirket'in son üç mali yıldaki (2018 – 2020) satışlarının ortalama %41'i yurt dışı müşterilere yapılmıştır. 2021 yılının ilk 6 ayı itibarıyla yurt dışı satışların payı %44'e yükselmiştir. 2018 – 2019 – 2020 ve 2020/06 - 2021/06 dönemlerinin her birinde yurt içi satışlar yaklaşık %98 oranında bitmiş ürün satışlarından, yurt dışı satışlar ise %99, %99, %97 ile %98 ve %99.8'i oranında kâğıt bobin satışlarından oluşmaktadır.

Yurt içi bitmiş ürün satışlarının tamamına yakını, yurt içi tüketicilerin alışkanlıkları ve tercihleri nedeniyle selülozdan üretilmiş ürünlerden oluşurken kâğıt bobin satışlarının önemli bir kısmı atık kâğıttan üretilmiş bobinlerden oluşmaktadır. 2018, 2019 ve 2020 dönemlerinde atık kâğıttan üretilen bobin satışlarının toplam kâğıt bobin satışları içindeki miktarsal payı sırasıyla %85, %88 ve %69'dur.

Şirket, İzmir Torbalı ve Mersin Tarsus OSB'de kurulu üretim tesislerinde yer alan üç adet kâğıt üretim tesisinin ve aynı tesislerde yer alan bitmiş ürün üretim hatlarının ("converting") sahip olduğu kurulu kapasite ile sektördeki önemli oyuncular arasında yer almaktadır. Bununla birlikte gerek kâğıt üretim gerekse bitmiş ürün üretim kapasitesinin artırılması için yatırımlar sürdürülmektedir. 2020 yılında İzmir Torbalı'daki üretim tesislerinde iki yeni bitmiş ürün üretim hattını devreye almış olan Şirket, Mersin Tarsus OSB'deki fabrikasında da 2022 yılında devreye girmesi planlanan ve kâğıt bobin üretim kapasitesini 40,000 ton/yıl artıracak olan dördüncü kâğıt üretim tesisinin (PM4) yatırımına başlamıştır.

Şirket'in rekabet avantajı yaratan en önemli kabiliyetlerinden biri, Şirket'in yalnızca selülozdan değil atık kâğıttan da temizlik kâğıtları üretebilmesidir. Son üç mali yılda (2018 – 2019 – 2020) ve 2020/06, 2021/06 dönemleri itibarıyla toplam yıllık kâğıt üretim miktarlarında atık kâğıtlı

üretim payı sırasıyla; %46, %49 ve %33 ve %33, %40 olmuştur. Şirket, yurt içinde atık kâğıt ile üretim yapabilen sınırlı sayıda üretici arasında önde gelen oyuncular arasındadır.

Türkiye temizlik kâğıtları sektöründe benzer şekilde entegre üretim yapabilen şirketler, yılda toplam bir milyon tonu aşan bir kurulu kapasite ile faaliyet göstermektedir. Yerli üreticiler, kapasite fazlasının olduğu bu sektörde, üretimlerinin önemli bir kısmını yurt dışı pazarlara gerek bitmiş ürün gerekse kâğıt bobin olarak ihraç etmektedir. Şirket sahip olduğu üretim kapasitesi, öz markalı (Şirket'e ait ve Şirket adına tescilli)//özel markalı(müşterilere ait ve onlar adına tescilli olup da Şirket tarafından fason olarak üretilen) bitmiş ürün satış kanalları, yurt içi/yurt dışı satış performansı ve selülozlu/atık kâğıtlı üretim esnekliği ve teknolojisi ile temizlik kâğıtları sektörünün önemli şirketleri arasındadır.

Şirket'in son üç yıldaki ve 2020/06 ile 2021/06 dönemindeki yurt içi bitmiş ürün satışlarının sırasıyla %75, %72, %76 ve %70 ile %71'lik kısmı özel markalı ürünlerden gelmektedir. Bu bağlamda, Şirket yurt içi pazardaki en önemli özel markalı ürün üreticilerinden biri olup Türkiye'nin önde gelen zincir mağazalarına öz ve/veya özel markalı ürünler satmaktadır.

5. Büyüme Destekleyen Yatırım Unsurları

5.1. Temizlik Kâğıdı Sektörünün Dünyada ve Yurt İçinde İstikrarlı Büyümesi

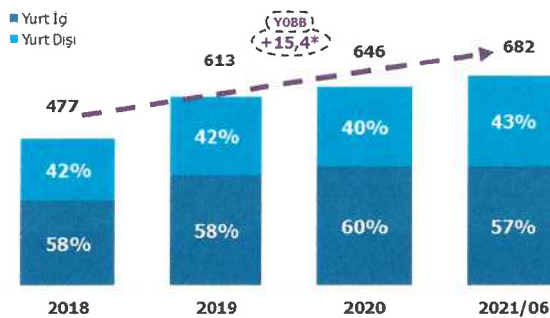
Salgın hastalıklar sonrası tüm dünyada önemi her geçen gün daha artan temizlik kâğıtları sektörü istikrarlı bir şekilde büyümektedir. Miktar cinsinden küresel ev ve temizlik kâğıdı üretiminin 2015 – 2019 yılları arasındaki YBBO'su %2.1, tutar cinsinden Türkiye temizlik kâğıdı ürünleri satışının 2016 – 2019 yılları arasındaki YBBO'su %26 ve tutar cinsinden Türkiye temizlik kâğıdı ürünleri ihracatı 2016 – 2020 yılları arasındaki YBBO'su %6.2 olarak gerçekleşmiştir. Yurt içinde ve yurt dışında istikrarlı şekilde büyüyen ve özellikle son dönemde önemi daha da artan temizlik kâğıtları sektörü, her iki pazarın da önemli oyuncusu konumundaki Europap Tezol için fırsatlar sunmaktadır.

Kaynak: TUIK, FAO ve Trademap

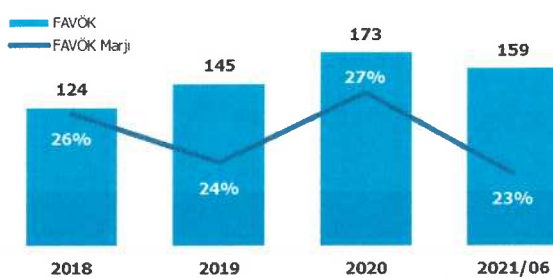
5.2. Geçmiş Finansal Performans

Kuruluşundan beri hem öz hem de özel markalı ürünleriyle, 30'dan fazla ülkeye ihracat yapan Europap Tezol'un 2021/06 itibarıyla son 12 aylık; satışları 682 milyon TL, FAVÖK'ü 159 milyon TL ve Net Karı 150 milyon TL'dir. Aşağıdaki tablolarda Şirket'in son 3 yıl ve 2021/06 itibarıyla son 12 aylık; Net Satış, FAVÖK ve Net Dönem Karı ile Aktif ve Özkaynak karlılık oranları yer almaktadır.

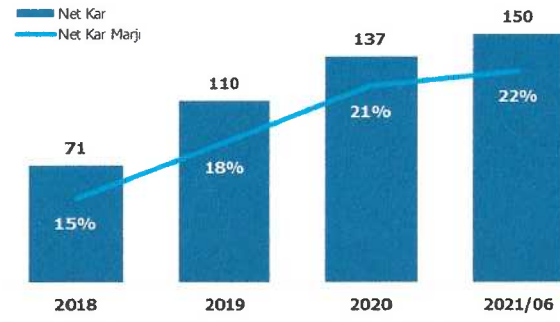
Satışlar, Milyon TL



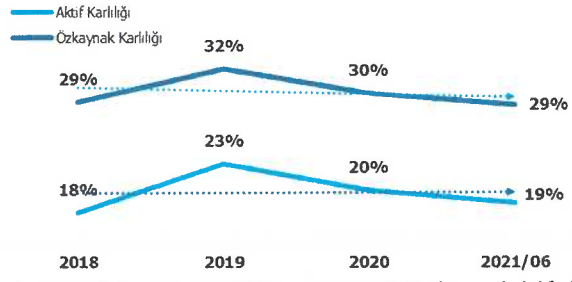
FAVÖK, Milyon TL



Net Kar, Milyon TL



Aktif ve Özkaynak Karlılıkları, %



*2021/06: 2020/06 – 2021/06 arasındaki 12 aylık dönemi, YOBB ise 31.12.2018 – 30.06.2021 dönemini ifade eder.

Kaynak: Europap Tezol Yönetimi – Bağımsız Denetim Raporu

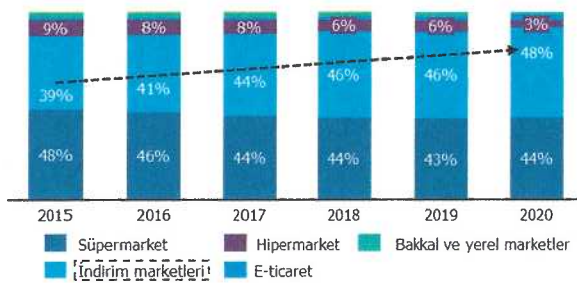
Yukarıdaki tablo ve 3.6.2 Gelir Tablosu'nda da görüldüğü üzere; Şirket hasılatı, 2019 yılında bir önceki yıla göre %28,4, 2020 yılında ise %5,4 artış göstermiştir. 2021/06 döneminde 2020/06 dönemine göre meydana gelen hasılat artışı %12,0'dir. Bu artışların ana nedeni, 2019 yılı için hem bitmiş ürün hem de kâğıt bobin satışlarında gerçekleşen miktarsal büyüme olmakla birlikte, gerek hammadde fiyatlarındaki gerekse kurlardaki artışların satış fiyatlarına yansımalarının da etkisi bulunmaktadır. 2020 ve 2021/06 dönemlerinde satışlardaki sınırlı büyüme, Şirket'in pandemi nedeniyle yurt içi artan talebi karşılamak üzere iç piyasaya ağırlık vermesi ve iç piyasada fiyatların artmamış olmasından kaynaklanmaktadır.

5.3. Önemli Ürün Kategorileri Bazında Yurt İçi Satış Kanalları

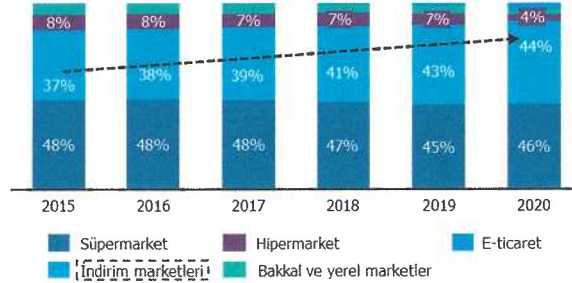
Yurt içi pazarda indirim marketleri satış kanalının büyüme trendinde seyretmesi ve süpermarketler kanalının önemli paya sahip olması, Europap Tezol'un kanal stratejisi kapsamında büyüme potansiyelini artırmaktadır.

Aşağıdaki grafikten de görüleceği üzere indirim marketlerinin payı son 5 yılda önemli ölçüde artarken Süper ve Hipermarketler indirim marketlerine pazar payı kaybetmektedir.

Yurt içi pazarı tuvalet kağıdı satış kanalları, %



Yurt içi pazarı kâğıt havlu satış kanalları, %



Kaynak: Şirket

Özel markalı ürünlerin, Europap Tezol'un yurt içi bitmiş ürün satışlarının yaklaşık %75'ini oluşturması ve söz konusu ürünlerin indirim marketlerde yüksek penetrasyonu ile Europap Tezol'un öz ve özel markalı ürünlerinin süpermarketler, indirim marketleri ve toptan satış marketlerde satışı büyüme potansiyelini destekleyici unsurlardır.

5.4. Devam Eden Mersin Fabrika Yatırımının Yaratacağı Organik Büyüme

Mersin Fabrika'da yeni kâğıt üretim tesisi (PM4) yatırımı devam etmektedir. 2022 yılında tamamlanması hedeflenen yatırım sonucunda, 40 bin tonluk kapasite artırımı ile yaklaşık 90 bin ton olan kâğıt bobin üretim kapasitesinin 130 bin tona yükseltilmesi hedeflenmektedir. Mersin Fabrika'da PM3 ile aynı konumda kurulacak ikinci kâğıt üretim tesisinin, yaklaşık %45 kapasite artışı ve satış katkısı sağlamanın yanı sıra verimlilik artışı da yaratması beklenmektedir. Buna ilişkin olarak; 2020 yılsonu ve 2021/06 itibarıyla bilançoda "Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler" kalemi altında görülen sırasıyla 20.3 milyon TL ve 46.6 milyon TL; söz konusu yeni kâğıt üretim tesisi yatırımının en önemli parçası olan kâğıt makinesi ile bu tesise ilişkin yeni fabrika inşaatı için vermiş olduğu avanslardan oluşmaktadır. Söz konusu tutarlar devam eden yatırımlar kapsamında harcanmış olmaları nedeniyle bilançoda henüz "gelir ve kar yaratmayan" varlık olarak yer almaktadır. Yatırımın tamamlanması ile birlikte yaklaşık 130 bin tona ulaşacak olan kâğıt bobin üretim kapasitesinin özellikle ihracatı artırması beklenmektedir.

5.5. Şirket'in Satışlarının %40'tan fazlasının İhracatla Gerçekleştirilmesi

Europap Tezol, üretim kabiliyetleri sayesinde; yurt dışından tedarik edilen selülozun yanında ağırlıklı olarak yurt içinden tedarik edilen atık kâğıtlardan da üretim yaparak maliyet avantajı sağlamakta, %40 seviyesinin üzerindeki ihracatıyla döviz girdisi yaratmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in yıllara sari yurt içi ve yurt dışı satış ayrımı yer almaktadır:

Net Satışlar (Milyon TL)	2018	%	2019	%	2020	%	2020/06	%	2021/06	%
Yurt İçi	290.9	61.0	390.1	63.7	415.6	64.4	205.8	67.5	203.4	59.6
Yurt Dışı	198.8	41.7	254.6	41.6	258.1	40.0	115.2	37.8	151.0	44.2
Diğer Satışlar	1.6	0.3	2.0	0.3	2.0	0.3	1.2	0.4	1.3	0.4
İndirim ve İadeler (-)	14.2	3.0	34.1	5.6	30.1	4.7	-17.4	-5.7	-14.3	-4.2
Toplam	477.1	100.0	612.6	100.0	645.6	100.0	304.7	100.0	341.4	100.0

5.6. Şirket'in Fabrika Lokasyonlarının Yarattığı Lojistik Avantaj

Europap Tezol'un İzmir ve Mersin Fabrikaları'nın yurt içinde yoğun talep yaratan yüksek nüfuslu bölgeler ile İzmir ve Mersin Limanlarına yakınlığı hem yurt içi hem de yurt dışı satışlar açısından lojistik maliyetlerinde önemli avantajlar sağlamaktadır.

İzmir fabrikası toplam kapasitenin %61'ini Mersin Fabrikası ise %39'unu oluşturmaktadır. Söz konusu kapasiteler teorik kapasiteden hesaplanmış olup ilgili fabrikanın toplam kapasite içerisindeki payını ifade etmektedir.

İzmir Fabrikası; yurt içinde tüketimin en yüksek olduğu Marmara bölgesine yakınlığı ve ihracatta İzmir gibi önemli bir liman kentinde konumlanmanın sağladığı lojistik avantaj sayesinde öne çıkmaktadır.

Mersin Fabrikası ise; ihracatta, Doğu Akdeniz'in önemli limanlarından Mersin'de konumlanmanın sağladığı lojistik avantajı ile özel markalı satışlarının büyük çoğunluğunun

gerçekleştirildiği, Türkiye'nin önde gelen indirim marketlerinden birinin depolarının bölgede bulunmasıyla öne çıkmaktadır.

6. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerlendirme yaklaşımı bulunmaktadır.

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

Europap Tezol'un pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerlendirme yaklaşımının tespit edilmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

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

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Europap Tezol'un bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Europap Tezol'un pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre 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. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkan vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerlendirme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Europap Tezol'un pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) de yer verilmiştir. Şirket'in Mersin'de devam eden ve yaklaşık %45 kapasite artışı sağlayacak olan 4. Kâğıt bobin üretim tesisi için 30.06.2021 itibarıyla 46.6 Milyon TL yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir. Projeksiyonlar oluşturulurken

Mersin yatırımının devreye alınma tarihi ve verimlilik katkısı konusunda muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Benzer şekilde İzmir ve Mersin’de devam eden yatırımlar kapsamında alınmış Yatırım Teşvik Belgeleri (Yatırım katkı payları; İzmir için %30, Mersin için %45) bulunmakta olup, planlanan yatırım büyüklüğü çerçevesinde 30.06.2021 itibarıyla gelecek dönemlerde ödenecek vergilerden indirilebilecek azami ~85 Milyon TL fayda Projeksiyonlar’da dikkate alınmamıştır.

UDS 105 20.1’e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2’nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de “değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi”dir. Borsa İstanbul’da dahil olduğu sektör ve/veya üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Europap Tezol ile benzerlik taşıyan şirketler işlem görmektedir. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi’nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlendirilmesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise; değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin gelişme evrelerini, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; Europap Tezol’un pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS’nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Pazar Yaklaşımı’na ve Gelir Yaklaşımı’na yer verilmiştir.

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun (“Net Borç”= Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Hazır Değerler) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri’nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına (“FAVÖK”) bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri’nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına (“Kazanç” veya “Net Dönem Karı” veya “Ana Ortaklık Net Dönem Karı”) bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri’nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına (“A.O. Öz Kaynaklar”) bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Sanayi şirketleri için; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) yaygın olarak kullanılan çarpanlardır. Europap Tezol paylarının değerinin tespit edilmesinde bu çarpanlar kullanılmıştır. Söz konusu yaklaşımın mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

Çarpan hesaplamasına baz olacak son 12 aylık (01.07.2020 – 30.06.2021) döneme ait tutarların hesaplanması; "01.01.2020 - 31.12.2020 (2020/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2020 - 30.06.2020 (2020/06)" dönemine ait tutarın çıkarılması ve "01.01.2021 - 30.06.2021 (2021/06)" dönemine ait tutar eklenmesiyle gerçekleştirilmiştir.

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son dönem "net finansal borç"un düşülmesiyle "Şirket Değeri" ya da "Özkaynak Değeri"ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli "finansal borçlar"dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

7. Değerleme

7.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Europap Tezol'un şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için 30.06.2021 tarihli bilanço verileri ile 01.07.2020 – 30.06.2021 dönemine ilişkin Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır.

7.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri

7.1.1.1. Net Nakit Pozisyonu

Europap Tezol'un net **nakit** pozisyonu 30.06.2021 itibarıyla 24.6 milyon TL'dir. Net Nakit Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri; Uzun ve Kısa Vadeli Borçlanmalar, Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler, Diğer Finansal Yükümlülükler, Nakit ve Nakit Benzerleri ile Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar'dır.

Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalar

30.06.2021 tarihi itibariyle Kısa Vadeli Borçlanmalarda ve Uzun Vadeli Borçlanmalardaki bakiyeler Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı ve başta Mersin'de yapacağı yeni kâğıt üretim tesisi olmak üzere yatırım harcamalarının finansmanı amacıyla alınan krediler ile geçmişten gelen kredilerden oluşmaktadır.

Kısa ve Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler

30.06.2021 tarihi itibariyle Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülüklerdeki tutarların büyük bölümü Şirket'in geçmiş dönemlerde birinci kâğıt makinesinin konu edildiği sat-geri kirala işlemi yoluyla finansal kuruluşlardan sağlamış olduğu, vadesi yaklaşmakta olan mevcut bazı kredilerin ödenmesi için kullanılan ve bu şekilde ödeme vadesinin daha uzun zamana yayılması amaçlı yapılmış finansal işlemler sonucu oluşan bakiyelerdir. İşlem döviz cinsinden gerçekleştirildiği için kur farkı sebebiyle 30.06.2021 tarihi itibariyle 31.12.2020'ye göre artış görülmektedir. Artışın bir diğer nedeni, söz konusu finansal kiralama işleminin önceki yıllarda uzun vadeli kiralama yükümlülüklerinde gösterilen büyük bir kısmının 2020'den itibaren kısa vadeli hale gelmiş olmasıdır.

Nakit ve Nakit Benzerleri

Nakit ve Nakit Benzerleri'ndeki 30.06.2021'de 2020 yılsonuna göre meydana gelen artışın temel nedeni yatırım harcamalarının finansmanı amacıyla (PM4) uygun maliyetle alınan banka kredileridir. Söz konusu krediler 30.06.2021 itibariyle henüz yatırıma tamamen yönlendirilmediği için Nakit ve Nakit Benzerleri'nde izlenmektedir.

Uzun Vadeli Finansal Yatırımlar

Uzun Vadeli Finansal Yatırımlardaki tutarlar, Şirket'in, payları borsada işlem görmeyen; ENDA Enerji ile Egenda Ege'de sahip olduğu ve sırasıyla %1.0 ve %0.4 sermaye paylarından oluşmaktadır.

Yukarıda anlatılanlara ek olarak 30.06.2021 tarihli bilançoda Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler'de görülen 46.6 milyon TL; Şirket'in Mersin Tarsus OSB'deki yeni kâğıt üretim tesisi yatırımının en önemli parçası olan kâğıt makinesi ve bu tesise ilişkin yeni fabrika inşaatı için vermiş olduğu avanslardan oluşmaktadır. Söz konusu bakiye; henüz devam eden bir yatırıma ilişkin olarak harcamaları göstermektedir. Bu itibarla söz konusu varlık kalemi henüz "gelir ve kar" yaratmamakta ayrıca Net Nakit Pozisyonunu azaltıcı etki yaratmaktadır. Yatırımın tamamlanmasının ardından bu tutar ve bu kapsamda yapılacak diğer harcamalar maddi duran varlıklar altında sınıflanacak ayrıca yatırımın hasılat ve karlılık katkısı ortaya çıkacaktır.

Aşağıdaki tabloda 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 30.06.2021 bilançolarına göre hesaplanan net finansal borç / net nakit pozisyonu gösterilmektedir.

Net Finansal Borç / Net Nakit Pozisyonu – Türk Lirası	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Finansal Borçlar	97,264,570	85,808,057	161,438,775	195,487,993
+ Kısa vadeli borçlar	28,298,516	12,076,431	30,029,097	48,732,388
+ Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısmı	18,976,795	20,909,604	33,193,446	29,927,844
+ Diğer finansal yükümlülükler (KV)	42,805	47,699	6,611	0
+ Kiralama işlemleri kaynaklı yükümlülükler (KV)	276,348	10,383,739	17,857,727	21,062,513
+ Uzun vadeli borçlar	20,652,280	20,768,506	68,070,917	91,469,739
+ Kiralama işlemleri kaynaklı yükümlülükler (UV)	29,017,826	21,622,078	12,280,977	4,295,509
- Nakit ve nakit benzerleri	63,957,940	92,874,900	154,245,449	207,593,427
- Finansal yatırımlar(KV)	21,679	27,970	13,951,429	49,122
- Finansal yatırımlar (UV)	7,988,271	10,587,780	11,985,321	12,440,448
Net Finansal Borç	25,296,680	-17,682,593	-18,743,424	-24,595,004

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

7.1.1.2. FAVÖK ve Net Kar

Covid-19'un FAVÖK ve Net Kar Üzerindeki Etkisi

2019 yılının sonundan başlayan, ağır etkileri 2020 yılının Mart ayından itibaren tüm dünyada hissedilen ve etkisi hala devam eden pandemi sebebiyle Şirket'in net satışlarındaki artış ilgili dönemlerde geçmiş dönemlere nazaran sınırlı olmuştur. Bu durumun sebepleri aşağıda sıralanmıştır:

- Pandeminin ilk ortaya çıktığı aylarda özellikle iç pazarda yüksek bir talep artışı yaşanmış ve bitmiş ürün satışları artmıştır. Artan iç talebi karşılayabilmek için yurt dışı (kâğıt bobin) satışlar azaltılmıştır.
- Pandemi karşısında ülke genelinde alınan tedbirler ve turizmdeki daralma, Ev Dışı Tüketim kanalındaki talebi ve dolayısıyla satışları düşürmüştür.
- 2020 yılı son çeyreğinden başlayıp 2021 yılı ilk çeyreğinde büyüyerek devam eden ve tüm dünyayı etkileyen ciddi lojistik sorunları (boş konteyner bulunamaması veya limanlarda çalışan sayılarının azaltılması vb.) nedeniyle yurt dışı müşterilerden alınmış olan siparişler zamanında yüklenememiş ve Satışlar'a yansımada gecikmeler yaşanmıştır. Yurt dışı satışlarda ürünlerin teslim şeklinin DAP (Delivered at Place) – “yolunda teslim” olması nedeniyle malın kontrolünün alıcıya geçmediği durumlarda edim yükümlülüğü henüz yerine getirilememiş sayılarak söz konusu satışlarda stoklar altında “yoldaki mamuller” olarak sınıflanmaktadır. 2020/12 itibarıyla yoldaki mamul tutarı 14.6 milyon TL, 2021/06 itibarıyla ise 21.9 milyon TL’dir. Söz konusu “yoldaki mamuller” alıcılarına zamanında teslim edilebilseydi; Ticari İşletme Sermayesi düşecek ve Net Nakit Pozisyonu yükselecekti.

Bu itibarla net satışlarda pandemi kapsayan dönemlerde geçmiş dönemlere nazaran sınırlı büyüme gerçekleşmiştir.

Pandemi sebebiyle Şirket'in özellikle navlun maliyetleri artmış ve bu durum karlılık oranlarını bir miktar daraltmıştır. Uluslararası lojistik sorunları nedeniyle sevkiyatlar gecikmeli yüklenebilmiş ve daha yüksek navlun maliyetlerine katlanılmıştır. Bu durum Şirket'in Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri'ni geçmiş dönemlere göre bir miktar daha fazla artırmıştır. Söz konusu giderlerin önemli kısmı döviz cinsinden gerçekleştiği için yükselen döviz kurlarının da bu giderlerin artışlarında etkisi bulunmaktadır.

Analiz	2018	2019	2020	2021/06 Son 12 Ay	2020/06	2021/06
Navlun ve İhracat Giderleri / Yurt Dışı Satış	6.9%	10.3%	11.6%	14.3%	10.8%	16.3%

FAVÖK

FAVÖK Hesaplaması, 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	01.07.2020 - 30.06.2021*
Esas faaliyet karı	114,759,537	135,624,474	163,040,936	79,584,210	64,098,129	147,554,855
Amortisman	8,984,543	9,791,277	10,376,737	5,000,908	5,946,884	11,322,713
FAVÖK	123,744,080	145,415,751	173,417,673	84,585,118	70,045,013	158,877,568

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Son 12 aylık (01.07.2020 – 30.06.2021) tutarın hesaplanması için “01.01.2020 - 31.12.2020” dönemine ait verilerden “01.01.2020 - 30.06.2020” dönemine ait tutar çıkarılmış ve “01.01.2021 - 30.06.2021” dönemine ait tutar eklenmiştir.

Net Kar

Net Kar, 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	01.07.2020 - 30.06.2021*
Net Kar	70,646,168	109,980,849	136,551,658	67,735,239	81,474,855	150,291,274

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Son 12 aylık (01.07.2020 – 30.06.2021) tutarın hesaplanması için “01.01.2020 - 31.12.2020” dönemine ait verilerden “01.01.2020 - 30.06.2020” dönemine ait tutar çıkarılmış ve “01.01.2021 - 30.06.2021” dönemine ait tutar eklenmiştir.

Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Kar verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır:

Europap Tezol	TL
Net Finansal Borç / (Nakit) (30.06.2021)	-24,595,004
FAVÖK (01.07.2020 - 30.06.2021)	158,877,568
Net Kar (01.07.2020 - 30.06.2021)	150,291,274

30.06.2021 itibarıyla Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler’de izlenebilen Mersin’deki PM4 makinesi ile bu tesise ilişkin yeni fabrika inşaatı için Şirket’in vermiş olduğu avanslardan oluşan 46.6 milyon TL; Net Nakit Pozisyonunu azaltıcı etki yaratırken, yatırımın tamamlanıp henüz üretimin başlamaması sebebiyle söz konusu “aktif” Çarpan Analizi’nde kullanılan 01.07.2020 – 30.06.2021 dönemine ait FAVÖK’e katkı sağlamamaktadır. PM4 yatırımı tamamlandığında; yaklaşık %45 kapasite artışının etkisinin gelecek yıllarda Şirket hasılatı ve karlılığına katkı sağlayacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

7.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul’da işlem gören benzer şirketlerin; Firma Değeri / FAVÖK (“FD/FAVÖK”), Fiyat / Kazanç (“F/K”) çarpanları incelenmiştir. Her iki çarpanla yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıkları düşünülmesi nedenleriyle değerlendirilerek Firma Değeri / FAVÖK (“FD/FAVÖK”), Fiyat / Kazanç (“F/K”) çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi’nde değerlendirmeye; BİST’te işlem gören “Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj” sektörü grubu şirketleri ve BIST-Yıldız Pazar’da işlem gören seçilmiş sanayi şirketleri dahil edilmiştir.

Benzer şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK (“FD/FAVÖK”) ve Fiyat / Kazanç (“F/K”) çarpanları 17.08.2021 tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamlarda; 17.08.2021 tarihinde söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 20’den, F/K çarpanı 25’ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin ortalama ve orta değerlerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

7.1.2.1. Yurt İçi Benzer Şirketler: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Sektörü

Çarpan Analizi’nde değerlendirmeye dahil edilen BİST’te işlem gören “Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj” sektörü grubu şirketlerine ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Hesaplamlarda; 30.06.2021 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 20’den, F/K çarpanı 25’ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Sektörü, Milyon TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	Firma Değeri / FAVÖK	Fiyat / Kazanç
Alkim Kağıt	810	801	98	74	8.14	10.97
Bak Ambalaj	811	861	77	26	11.14	31.42
Duran Doğan Basım Ve Ambalaj	383	561	78	-7	7.15	-58.07
Kaplamin	500	533	40	18	13.31	28.36
Kartonsan	3,904	3,661	225	168	16.24	23.24
Mondi Olmuksan Kağıt Ve Ambalaj	1,821	1,965	87	58	22.63	31.54
Mondi Tire Kutsan	1,672	1,987	272	177	7.31	9.44
Viking Kağıt	316	548	0	-51	18,413.47	-6.22
Toplam	10,217	10,916	878	463		
			Medyan		9.64	10.97
			Ağırlıklı Ortalama*		12.43	22.08

*Ağırlıklı Ortalama hesaplanırken belirlenen settaki tüm şirketlerin toplam piyasa değeri, toplam firma değeri, toplam FAVÖK ve toplam Net Kar’ı ile hesaplama yapılmış olup bilgi amaçlı yer verilmiştir.

Kaynak: Rasyonet, 17.08.2021

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj sektörü medyan çarpanlarına göre hesaplanan Şirket Değeri ile pay başına değer aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Europap Tezol - TL	Çarpan	FAVÖK (01.07.2020 - 30.06.2021)	Net Finansal Borç 30.06.2021	Net Kar (01.07.2020 - 30.06.2021)	Şirket Değeri	Pay Başına Değer
FD/FAVÖK	9.64	158,877,568	-24,595,004		1,556,702,884	15.57
F/K	10.97			150,291,274	1,649,079,541	16.49

7.1.2.2. Yurtİçi Benzer Şirketler: Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri

Europap Tezol'un; aktif büyüklüğü, öz kaynak büyüklüğü, güncel hasılat, FAVÖK ve Net Kar tutarları ile bir sanayi şirketi olması dikkate alınarak BIST-Yıldız Pazar'da işlem gören seçilmiş sanayi şirketlerinin, "sanayi şirketlerine ilişkin piyasa çarpanlarını yansıtan emsal grup" olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Söz konusu grupta yer alan şirketlerin büyüklüklerinin Europap Tezol ile uyumlu olması açısından yapılan değerlendirme sonucu Piyasa Değeri 5 milyar TL'nin altındaki şirketler dikkate alınmıştır. BIST-Yıldız Pazar'da işlem gören finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri, gayrimenkul, enerji, çimento ve perakende sektörü şirketleri dışında kalan ve piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki 35 şirkete ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Hesaplamalarda; 17.08.2021 tarihinde söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 20'den, F/K çarpanı 25'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Yıldız Pazar - Seçilmiş Sanayi Şirketleri - Piyasa Değeri < 5 Milyar TL Milyon TL	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	Firma Değeri / FAVÖK	Fiyat / Kazanç
Alcatel Teletaş	970	483	45	28	10.7	34.08
Alkim Kimya	2,432	2,299	282	213	8.2	11.4
Borusan Boru	3,884	5,850	630	164	9.3	23.7
Çemaş Döküm	1,012	598	46	124	12.9	8.2
Çemtas	1,374	1,299	232	190	5.6	7.2
Dardanel	1,430	1,867	157	14	11.9	101.26
Doğtaş Kelebek Mobilya	791	1,405	265	64	5.3	12.4
Dyo Boya	1,062	1,501	257	138	5.8	7.7
Ege Endüstri	4,070	3,871	282	354	13.7	11.5
Ege Gübre	1,785	1,823	189	127	9.6	14.0
Ege Seramik	1,054	1,018	208	168	4.9	6.3
Erbosan	2,882	2,979	184	162	16.2	17.8
Gen İlaç Ve Sağlık Ürünleri	4,980	5,085	302	267	16.8	18.7
Gentaş	652	640	123	81	5.2	8.1
Good-Year	2,098	2,235	577	332	3.9	6.3
Karel Elektronik	1,838	2,220	240	140	9.2	13.1
Karsan Otomotiv	3,528	5,264	599	-24	8.8	-148.88
Kereviş Gıda	2,972	3,608	481	430	7.5	6.9
Kalekim Kimyevi Maddeler	1,493	1,220	128	118	9.5	12.6
Kervan Gıda Sanayi	3,077	3,188	281	157	11.3	19.6
Kütahya Porselen	2,377	2,372	55	41	43.38	57.67
Menderes Tekstil	528	1,959	373	-85	5.2	-6.22
Netaş Telekom.	1,149	1,832	-61	-178	30.19	-6.46
Parsan	2,215	3,451	181	166	19.0	13.3
Pınar Entegre Et Ve Un	731	826	97	90	8.5	8.2
Pınar Süt	757	1,150	132	43	8.7	17.5
Qua Granit Hayal Yapı	3,137	3,244	319	236	10.2	13.3
Sarkuysan	3,804	5,368	639	337	8.4	11.3
Tat Gıda	1,216	1,134	142	261	8.0	4.7
Tümosan Motor Ve Traktör	2,075	2,246	166	95	13.5	21.8
Türk İlaç Ve Serum	2,443	2,501	125	79	20.0	31.01
Tukaş	1,840	2,327	201	112	11.6	16.5
Yataş	2,129	2,456	409	235	6.0	9.1
Yükselen Çelik	683	733	66	41	11.1	16.5
Toplam / Medyan					9.25	11.94
					9.32	14.19

Medyan 9.25 11.94
Ağırlıklı Ortalama* 9.32 14.19

*Ağırlıklı Ortalama hesaplanırken belirlenen setteki tüm şirketlerin toplam piyasa değeri, toplam firma değeri, toplam FAVÖK ve toplam Net Kar'ı ile hesaplama yapılmış olup bilgi amaçlı yer verilmiştir.

Kaynak: Rasyonet, 17.08.2021

Çarpan değerlerinin kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsüratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

Piyasa Değeri 5 milyar TL'nin altındaki Yıldız Pazar – Seçilmiş Sanayi Şirketleri medyan çarpanlarına göre hesaplanan Şirket Değeri ile pay başına değer aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

TL	Yıldız Pazar – Seçilmiş Sanayi Şirketleri Çarpanları	FAVÖK (01.07.2020 - 30.06.2021)	30.06.2021 Net Finansal Borç	Net Kar (01.07.2020 - 30.06.2021)	Şirket Değeri	Pay Başına Değer
FD/FAVÖK	9.25	158,877,568	-24,595,004		1,493,510,233	14.94
F/K	11.94			150,291,274	1,795,038,044	17.95

7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

7.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 30.06.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç'u da dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

7.2.2. Makro Ekonomik Veriler

Şirket'in hem yurt içi hem de yurt dışı satışları bulunmaktadır. Söz konusu satışların birim fiyatlarının Projeksiyonlar'da dikkate alınan seviyelerinin tespiti ve kontrolü amacıyla kullanılan Türk Lirası ve ABD Doları (USD) enflasyon seviyeleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. 2021 yılı ortalama USD/TL paritesi, değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan USD/TL paritesinin 2021 yıl sonuna kadar aynı seviyede devam edeceği varsayılarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemlerinde USD / TL seviyesinin belirlenmesinde USD ve TL enflasyon verileri kullanılarak (1+ TL Enflasyon) / (1 + USD Enflasyon) formülüne göre hesaplanmıştır.

Makro-Ekonomik Veriler	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Türk Lirası Enflasyon - Yıllık ¹	20,3%	11,8%	14,6%	15,6%	12,6%	10,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
USD Enflasyon - Yıllık ²	2,4%	1,8%	1,2%	3,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Yıllık ortalama USD / TL	4.83	5.68	7.03	8.18	9.02	9.76	10.47	11.23	12.04	12.91	13.85	14.85	15.93
USD/TL artış oranı		17.7%	23.6%	16.4%	10.3%	8.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%

¹ TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi 07/2021 ve Deniz Yatırım

² FED, Summary of Economic Projections 16.06.2021

7.2.3. Üretim – Satış Miktarı ve Birim Satış Fiyatları

Aşağıdaki tablolarda; Projeksiyonlar'a temel oluşturan; kağıt bobin üretimi, kağıt bobin ve bitmiş ürün satışları ile söz konusu satışların gerçekleşmesi beklenen ortalama birim fiyatları yer almaktadır.

Üretim - Ton	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Kağıt Bobin Üretimi - Ton	77.036	81.697	86.640	85.000	100.000	120.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000	130.000
Kağıt Bobin (Kg) / Bitmiş Ürün (Koli)	3,9	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Bitmiş Ürün Kağıt Bobin Kullanımı-Ton	40.000	44.050	47.376	42.487	46.094	49.701	53.710	57.718	62.127	66.937	72.147	77.759	83.771
Satış - Ton ve '000 Koli	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Kağıt Bobin Satışı - Ton	36.700	40.480	35.762	42.300	55.500	70.500	75.000	73.000	68.000	63.000	58.000	52.000	46.000
<i>Değişim</i>				18,3%	31,2%	27,0%	6,4%	-2,7%	-6,8%	-7,4%	-7,9%	-10,3%	-11,5%
Bitmiş Ürün Satışı - ('000 Koli)	9.768	10.757	11.820	10.600	11.500	12.400	13.400	14.400	15.500	16.700	18.000	19.400	20.900
<i>Değişim</i>				-10,3%	8,5%	7,8%	8,1%	7,5%	7,6%	7,7%	7,8%	7,8%	7,7%
Fiyat - USD ve TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Kağıt Bobin Satışı - USD / Ton	1.104	1.093	1.033	1.219	1.150	1.174	1.199	1.224	1.250	1.276	1.303	1.330	1.358
<i>Değişim</i>				18,0%	-5,7%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Bitmiş Ürün Satışı - TL / '000 Koli	28.813	33.566	32.649	42.118	51.384	56.743	62.134	68.036	74.500	81.577	89.327	97.813	107.105
<i>Değişim</i>				29,0%	22,0%	10,4%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%

Üretim Miktarları

Son durum itibarıyla yaklaşık 90 bin ton kağıt bobin üretim kapasitesi bulunan ve bunun tamamını kullanan Şirket, Mersin'de devam eden 40 bin ton kapasiteli PM4'ün 2022 yılından itibaren kademeli olarak devreye alınmasını hedeflemektedir. Bu itibarla; 2021 yılında 85 bin ton olarak öngörülen kağıt bobin üretimi; 2022 yılında 100 bin ton, 2023 yılında 120 bin ton, 2024 yılı sonrası için 130 bin ton olarak projekte edilmiştir.

Şirket'in satışları; yurt içinde (tamamına yakını) bitmiş ürünlerden, yurt dışında ise (tamamına yakını) kağıt bobinlerden oluşmaktadır. Şirket'in gelecek dönemlerde geçmiş dönemlerde olduğu gibi yurt içinde kağıt bobin, yurt dışında da bitmiş ürün satışları olması beklenmekle birlikte hem geçmiş dönemde hem de gelecek dönemlerde söz konusu satışların miktar ve tutar olarak önemli büyüklük arz etmemeleri nedeniyle projeksiyonlarda bu detay ayrıca gösterilmemektedir.

Satış Miktarları

Şirket, piyasada oluşan talep ve fiyat seviyelerine göre yurt içi ve yurt dışı satış dengelerini belirlemektedir. 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) bazlı kağıt bobin satışları sırasıyla 36,700 ton, 40,480 ton ve 35,762 tondur. Bununla birlikte Şirket'in ilgili dönemlerde kestiği faturalara ilişkin miktarlar, TFRS bazlı miktarlardan ortalama %3 daha fazladır. Söz konusu farkın temel nedeni; Şirket'in yurt dışı satışlarının bir bölümünün DAP (Delivery at Place – Yerinde Teslim) şeklinde gerçekleştirilmesi ve son dönemde tüm dünyada yaşanan lojistik sorunları nedeniyle uzayan teslimat sürelerinden kaynaklı olarak, satılan malın kontrolünün alıcıya geçmemesi nedeniyle TFRS standartlarına

göre söz konusu satışların “yoldaki mamüller” olarak stoklarda izlenmesidir. Bu durumdaki satışların değeri 2020/12 itibarıyla 14.6 milyon TL, 2021/06 itibarıyla ise 21.9 milyon TL’dir. 2021 yılının ilk yarısında gerçekleşen kağıt bobin satışları ve 2021 yılının ikinci yarısında navlun sorunlarındaki hafiflemenin yaratacağı katkı çerçevesinde bir önceki yıla göre yaklaşık %18’lik artış ile 42,300 ton kağıt bobin satışı beklenmektedir. Söz konusu artışta, Covid-19 pandemisi nedeniyle 2020 yılında iç piyasada artan bitmiş ürün talebini karşılamak üzere kağıt bobin satışlarının zorunlu olarak azaltılarak bitmiş ürün üretimine yönlendirilmesinin de baz etkisi bulunmaktadır. Kağıt bobin satışları, Mersin PM4’ün kademeli devreye girmesi ile artan kapasiteyle uyumlu olarak; 2022 yılında 55,500 ton, 2023 yılında 70,500 ton ve 2024 yılında 75,000 ton olarak öngörülmüştür. Şirket, 2025 ve sonrasında ise yurt içi bitmiş ürün pazar büyümesine cevap verebilmek için yurt dışı bobin satışlarını azaltarak, ürettiği kağıt bobinleri yurt içinde satışını gerçekleştirdiği bitmiş ürünlerde kullanmayı öngörmektedir. Bu itibarla, 2025 ve sonrasında kağıt bobin satışları azalırken Şirket, söz konusu bobinlerin bitmiş ürün imalatında kullanılmasıyla yurt içi bitmiş ürün satışlarında pazar büyümesi ile uyumlu olarak artış öngörmektedir.

Mersin PM4’ün tam olarak devrede olduğu 2024 yılında 75,000 ton olarak öngörülen kağıt bobin satışları ve 13.4 milyon koli olarak öngörülen bitmiş ürün satışları, son projeksiyon yılı olan 2030 yılı itibarıyla sırasıyla 46,000 ton ve 20.9 milyon koli seviyesindedir.

Birim Satış Fiyatları

Şirket, yurt içi ve yurt dışı satışlarında fiyat seviyelerini hassasiyetle takip etmektedir. Yurt dışına gerçekleştirilen kağıt bobin satışlarında 2018 – 2020 döneminde ortalama birim fiyat 1.077 USD/ton olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk yarısında gerçekleştirilen satışlar ile gelecek dönemlere ilişkin beklentiler ışığında 2021 yılı ortalama birim kağıt bobin satış fiyatının bir önceki yıla göre %18 artışla 1,219 USD/ton olarak oluşması beklenmektedir. Söz konusu fiyattaki artışta; dünyada artan temizlik kağıdı talebi, yükselen hammadde fiyatları ve yüksek USD enflasyonunun etkisi olmakla birlikte, 2021 yılının ilk yarısında yaşanan ve navlun fiyatlarını varış noktasına göre 2 – 8 kat seviyelerinde artıran lojistik krizinin payı da önemlidir. Şirket, 2021 yılının sonlarında söz konusu krizin etkilerinin azalması ve 2022 yılında normalleşen navlun fiyatları ile birlikte kağıt bobin fiyatlarının yaklaşık %6 gerilemesini beklemektedir. Şirket’in 2023 ve sonrası için beklentisi kağıt bobin fiyatlarının USD enflasyonu kadar artacağı yönündedir.

İstanbul Sanayi Odası Kağıt ve Kağıt Ürünleri İmalat Sanayi Raporu’na göre Türkiye’de kişi başı temizlik kağıdı tüketimi gelişmiş ülkelere göre geridedir. Bununla birlikte özellikle son dönemde artan hijyen kaygıları nedeniyle yurt içi tüketim de artış eğilimindedir. Diğer yandan, Türkiye’de kullanılan temizlik kağıtları ağırlıklı olarak tüketici tercihleri ve alışkanlıklar nedeniyle %100 selülozdan üretilmektedir. Bu itibarla söz konusu ürünlerin fiyatları ana hammadde olan selüloz ile doğrudan bağlantılıdır. 2021 yılında birim ortalama bitmiş ürün fiyat tahmini 42.1 TL / koli’dir. Söz konusu fiyat bir önceki yıla göre %29’luk bir artış ifade etmekle birlikte bu durumun temel sebebi 2021 yılının Ocak – Temmuz döneminde bitmiş ürün fiyatlarında yaşanan %30’un üzerindeki hızlı fiyat artışıdır. Söz konusu fiyat artışlarının 2021 yılının ikinci yarısında da devam etmesi beklenmekte ve bu durum yıllık ortalama fiyatı yükseltmektedir. 2022 yılında öngörülen ortalama satış fiyatı olan 51.4 TL / koli, 2021 yıl ortalamasına göre %22’lik bir artış ifade etmekle birlikte; 2021 yılında hızla artan birim fiyatlar

dikkate alındığında, 2022 yılı ortalama fiyatlarında 2021 yıl sonu seviyesine göre öngörülen artış sınırlı düzeydedir. Projeksiyonlar’da 2023 yılı ve sonrasında bitmiş ürün fiyatlarının asgari TL enflasyon oranında artacağı öngörülmektedir.

7.2.4. Satışlar, Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Aşağıda yer alan tabloda da görüldüğü üzere Şirket; 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 477 milyon TL, 613 milyon TL ve 646 milyon TL net satış gerçekleştirmiştir. Bu dönemde satışların maliyeti sırasıyla 325 milyon TL, 423 milyon TL ve 429 milyon TL gerçekleşerek, son 3 dönemde en düşük %31.0 en yüksek %33.6 brüt kar marjı elde edilmiştir. 2021 yılında yaşanan kur hareketi, yurt dışından tedarik edilen selülozda ve ağırlıklı yurt içinden tedarik edilen atık kağıtlarda yaşanan hızlı fiyat yükselişleri, temel girdi olan hammadde maliyetlerini yukarı yönde etkilemiştir. Yurt içi piyasaya satılan bitmiş ürünlerin tamamının son dönemde fiyatı hızlı artan selülozdan üretilmesi ve girdi fiyatlarındaki artışların yurt içi satış fiyatlarına 2021 ilk çeyreğinden sonra yansıtılmaya başlanması nedeniyle 2021 yılında brüt marjda geçmiş yıllara göre bir miktar daralma yaşanması öngörülmektedir. Şirket, hem selülozdan hem de atık kağıtlardan üretim yapma kabiliyetine sahip olması ve yurt içinden TL ile tedarik ettiği atık kağıtlardan ürettiği kağıt bobinleri yurt dışına döviz ile satması sayesinde yarattığı doğal koruma ile piyasa şartlarında meydana gelen değişimlerden hem satış hem de karlılıkta sınırlı düzeyde etkilenmektedir.

Milyon TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Satışlar	477	613	646	868	1,167	1,512	1,774	1,983	2,178	2,400	2,654	2,925	3,234
Kağıt Bobin Satışı	196	252	260	422	576	808	941	1,003	1,023	1,038	1,046	1,027	995
Bitmiş Ürün Satışı	281	361	386	446	591	704	833	980	1,155	1,362	1,608	1,898	2,239
Satışların Maliyeti	325	423	429	609	798	1,020	1,177	1,314	1,443	1,590	1,758	1,936	2,140
Hammadde, Malzeme ve Üretim	317	414	419	599	782	998	1,153	1,289	1,416	1,560	1,725	1,901	2,102
Amortismanlar	8	9	10	10	16	22	24	26	28	30	32	35	38
Brüt Kar	152	190	217	259	369	492	597	668	735	810	897	989	1,094
<i>Brüt Marj</i>	31.8%	31.0%	33.6%	29.9%	31.6%	32.5%	33.7%	33.7%	33.7%	33.8%	33.8%	33.8%	33.8%

Yukarıda açıklanan gerekçelerle 2021 yılı için %30 seviyesinde öngörülen brüt kar marjının, hem selülozdan hem de atık kağıtlardan üretim yapabilen mevcut kapasiteye ek olarak 2022 – 2024 döneminde kademeli olarak devreye girecek ve yaklaşık %45 kapasite artışı sağlayacak olan Mersin PM4 yatırımının yaratacağı verimlilik artışıyla birlikte %33.8 seviyesine ulaşması öngörülmektedir.

7.2.5. Faaliyet Giderleri

Şirket’in Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri’nden oluşan Faaliyet Giderleri toplamı; genel fiyat artışlarının dışında temel olarak 2019 ve 2020’de meydana gelen navlun fiyatları artışlarından etkilenmiştir. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere Yurt İçi Nakliye Giderleri / Yurt İçi Satışlar oranında sadece 2020’de sınırlı bir artış meydana gelirken, Navlun – İhracat Giderleri / Yurt Dışı Satış oranı 2019 ve 2020 yıllarında

hızlı yükseliş kaydetmiştir. Bu durumun temel nedenleri; Şirket'in DAP (Yerinde teslim) satışlarının artması, tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 pandemisi nedeniyle yaşanan lojistik sorunları ve artan ticaret hacmine cevap veremeyen konteyner sayısıdır.

Analiz	2018	2019	2020	2021/06
Nakliye Giderleri / Yurt İçi Satış	3.8%	3.8%	4.6%	6.0%
Navlun ve İhracat Giderleri / Yurt Dışı Satış	6.9%	10.3%	11.6%	16.3%

Genel Yönetim Giderleri

Aşağıdaki tabloda da görüldüğü üzere; genel yönetim giderleri, geçmiş dönemlerle uyumlu olmakla birlikte Mersin'de 2022'den itibaren kademeli olarak devreye alınmasıyla yaklaşık %45 kapasite artışı ve satış katkısı sağlayacak olan yatırımın ölçek etkisi muhafazakar yaklaşım çerçevesinde dikkate alınmayarak projeksiyon dönemi boyunca net satışların %2.1'i olarak öngörülmüştür. Şirket'in Genel Yönetim Giderleri ağırlıklı olarak personel giderlerinden oluşmaktadır. Bu itibarla yeni kapasitenin devreye alınması nedeniyle ofis çalışanı sayısında meydana gelecek artışların sınırlı olması ve Genel Yönetim Gideri / Net Satış oranının düşmesi beklense de muhafazakar yaklaşım çerçevesinde söz konusu oran sabit tutulmuştur. Sonuç olarak ağırlıklı olarak Personel Giderleri'nden oluşan Genel Yönetim Giderleri projeksiyon dönemi boyunca enflasyondan daha yüksek oranda artmaktadır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri'nin en büyük kısmını Navlun – İhracat Gideleri ile Yurt İçi Nakliye Giderleri oluşturmaktadır. Yukarıdaki analizden de görüleceği üzere 2019 ve 2020 yıllarında Navlun – İhracat Giderleri oldukça hızlı artış göstermiştir. Söz konusu artışın; artan DAP (Yerinde teslim) satışları ve Covid-19 kaynaklı olduğu, bunlardan pandeminin etkilerinin 2021 yılının ikinci yarısından itibaren azalacağını değerlendirmekle birlikte 2018, 2019 ve 2020'de sırasıyla %6.0 , % 7.4 ve %8.3 olan Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri / Satış oranını 2021 yılı için %11.0 olarak öngörülmüştür. Piyasalardaki lojistik sorunlarının 2022 yılı sonrasında kademi olarak düzelmesiyle ve yeni kapasitenin devreye girmesiyle oluşacak satış artışının etkisiyle birlikte Projeksiyonlar'da Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri / Satış oranı öngörüsü 2024 yılı ve sonrası için %7.5 seviyesindedir. Bu oran daha Covid-19 etkilerinin görülmediği 2018 ve 2019 yılları gerçekleştirmelerinden yüksektir ve devreye girecek yeni kapasitenin verimlilik üzerindeki olumlu etkilerinin dikkate alınmaması açısından muhafazakar bir seviye olarak değerlendirilmektedir.

Milyon TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Faaliyet Giderleri	40	58	70	114	130	153	171	191	209	231	255	281	311
Genel Yönetim*	11	12	16	18	24	32	37	41	45	50	55	61	67
<i>Genel Yönetim Gideri / Satış</i>	<i>2.3%</i>	<i>2.0%</i>	<i>2.4%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>
Pazarlama, Satış, Dağıtım*	28	45	53	96	105	121	133	149	163	180	199	219	243
<i>Pazarlama, Satış, Dağıtım G. / Satış</i>	<i>6.0%</i>	<i>7.4%</i>	<i>8.3%</i>	<i>11.0%</i>	<i>9.0%</i>	<i>8.0%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.5%</i>	<i>7.5%</i>
Amortismanlar	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

* Amortismanlar hariçtir

7.2.6. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler'in tamamına yakını kur farklarından oluşmaktadır. Şirket'in ana faaliyet konusu ile ilgili olarak oluşan; döviz cinsinden ticari alacak ve ticari borçlarının tahakkuk tarihi ile ödeme tarihi arasındaki sürede meydana gelen kur hareketleri kur farklarına neden olmaktadır. Şirket'in dövizli ticari borçlarının en büyük kısmı hammadde ve üretim malzemeleri alımlarından, dövizli ticari alacakları ise ihraç edilen kağıt bobinlerden kaynaklanmaktadır. Şirket'in döviz cinsinden ticari alacakları, döviz cinsinden ticari borçlarından her zaman büyüktür. Ayrıca ticari borç ödeme süresinin, ticari alacak tahsil süresinden kısa olması ve enflasyonist ortam dikkate alındığında aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere Şirket, nette kur farkı geliri elde etmektedir. Bununla birlikte, 2022 yılından itibaren kademeli olarak devreye girecek olan yeni kapasitenin artı yönlü döviz dengesi büyümesi yaratacağı öngörülmekle birlikte, ihtiyatlı yaklaşım çerçevesinde, 2021/06 döneminde gerçekleşen Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Giderler dışında bu gelir ve giderlere ilişkin herhangi öngörülede bulunulmamıştır.

Milyon TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Esas Faal. Diğer Gelir/Gider - Net	3	4	16	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Esas Faal. Diğer Gelirler	28	45	47	70	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kur Farkı	26	42	45	69									
Reeskont	1	0	1	1									
Karşılıklar	0	2	0	0									
Diğer	1	1	1	1									
Esas Faal. Diğer Giderler	24	41	31	53	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kur Farkı Gideri	22	35	31	53									
Şüpheli Ticari Alacak Karşılığı	1	4	0	0									
Dava Karşılık Gideri	0	1	0	0									
Diğer	1	1	0	0									

7.2.7. FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Projeksiyonlar'ın genel görünümü aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 dönemlerinde sırasıyla %25.9, %23.7 ve %26.9 olarak gerçekleşen Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar marjının; hammadde fiyatlarında meydana gelen artışların yurt içi fiyatlara gecikmeli yansımaları ve dünyada yaşanan lojistik krizi nedeniyle artan navlun maliyetlerinin etkisiyle 2021 yılında %19.9 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir. Her iki etkinin de 2022'den itibaren azalması ve aynı dönemde kademeli olarak Mersin PM4 yatırımının devreye girmesiyle verimliliğin artması sonucunda Projeksiyonlar'da FAVÖK marjının 2024 yılına kadar kademeli olarak artarak yeniden %25 seviyesini aşacağı öngörülmektedir.

Milyon TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Toplam Satışlar	477	613	646	868	1,167	1,512	1,774	1,983	2,178	2,400	2,654	2,925	3,234
Satışların Maliyeti	325	423	429	609	798	1,020	1,177	1,314	1,443	1,590	1,758	1,936	2,140
Brüt Kar	152	190	217	259	369	492	597	668	735	810	897	989	1,094
<i>Brüt Marj</i>	31.8%	31.0%	33.6%	29.9%	31.6%	32.5%	33.7%	33.7%	33.7%	33.8%	33.8%	33.8%	33.8%
Faaliyet Giderleri	40	58	70	114	130	153	171	191	209	231	255	281	311
Esas Faal. Diğer Gelir/Gider - Net	3	4	16	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Esas Faaliyet Karı	115	136	163	162	239	339	426	478	525	580	642	708	783
<i>Marj</i>	24.1%	22.1%	25.3%	18.7%	20.5%	22.4%	24.0%	24.1%	24.1%	24.1%	24.2%	24.2%	24.2%
FAVÖK	124	145	173	173	256	362	451	504	554	610	675	743	822
<i>Marj</i>	25.9%	23.7%	26.9%	19.9%	21.9%	23.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%

7.2.8. Net İşletme Sermayesi

Aşağıdaki tablolarda yer aldığı üzere Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 dönemleri itibarıyla ticari alacak tahsil ve ticari borç ödeme sürelerinde önemli değişiklikler meydana gelmemiştir. Bununla birlikte stokta kalma süresi 2020 yılında önceki 2 yıla göre artış göstermiştir. Söz konusu artışın temel nedeni; Şirket'in uzun yıllara dayanan tecrübesi ve etkin fiyat takibi ile zaman zaman uygun fiyatlı hammadde alım fırsatlarını değerlendirmesi nedeniyle artan selüloz ve/veya atık kağıt stoklarıdır. Buna ek olarak ilgili bölümlerde açıklandığı üzere özellikle yurt dışı satışlarda meydana gelen teslimat gecikmeleri sonucunda satılan ürünlerin kontrolünün alıcıya geçmemesi nedeniyle faturası kesilmiş olmasına rağmen söz konusu ürünlerin stoklar altında "yoldaki mamüller" olarak sınıflanmasıdır.

2021 yılı ve sonrasında ticari alacak tahsil süreleri geçmiş dönemlerle uyumlu olarak 75 gün, ticari borç tahsil süresi ise yine geçmiş dönemlerle uyumlu olarak 36 gün olarak öngörülmüştür. 2020 sonu itibarıyla yukarıda açıklanan nedenlerle 117 güne yükselen stokta kalma süresi ise Şirket'in geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ile uyumlu olarak projeksiyon süresi boyunca 80 gün olarak varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi – Milyon TL	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	477	613	646	868	1,167	1,512	1,774	1,983	2,178	2,400	2,654	2,925	3,234
Satışların Maliyeti	325	423	429	609	798	1,020	1,177	1,314	1,443	1,590	1,758	1,936	2,140
Ticari Alacaklar	96	122	138	178	239	311	364	407	448	493	545	601	664
Stoklar	69	90	137	133	175	224	258	288	316	349	385	424	469
Ticari Borçlar	40	32	41	60	79	101	117	130	143	158	174	192	212
Net İşletme Sermayesi	124	179	234	251	334	433	506	565	621	684	756	833	921
<i>Net İşletme Sermayesi İhtiyacı</i>				17	84	99	73	59	56	63	72	77	88
İşletme Sermayesi – Gün	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	73	72	78	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Stoklar	77	78	117	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Ticari Borçlar	45	28	35	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36

7.2.9. Serbest Nakit Akımları

Serbest Nakit Akımları; Şirket'in ilgili dönemler itibarıyla yaratmış olduğu FAVÖK'ten; yatırım harcamaları, net işletme sermayesi ihtiyacı ve verginin düşülmesiyle tespit edilmektedir. Aşağıdaki tabloda en güncel bağımsız denetimden geçmiş mali tablonun tarihi olan 30.06.2021 tarihi sonrasına ilişkin serbest nakit akım tablosu yer almaktadır.

Serbest Nakit Akımları – Milyon TL	2021 Tem - Ara	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	103	256	362	451	504	554	610	675	743	822
Yatırım Harcamaları	62	93	15	18	20	22	24	27	29	32
Kapasite Artırımı	55	81								
Sürdürme Yatırımı – Satışlar X %1,0	6.5	11.7	15.1	17.7	19.8	21.8	24.0	26.5	29.2	32.3
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-5	84	99	73	59	56	63	72	77	88
Vergi	25	55	68	85	96	105	116	128	142	157
Esas Faal. Karı (FAVÖK-Amort.&İtfa)	98	239	339	426	478	525	580	642	708	783
Efektif Vergi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Serbest Nakit Akımı	21	24	180	275	329	371	407	447	496	545

Yukarıdaki Serbest Nakit Akımları tablosunda 2021 Temmuz – Aralık olarak belirtilen dönem, Projeksiyonlar'da yer alan 2021 yılı öngörülerinden, 30.06.2021 itibarıyla mali tablolara yansımış olan gerçekleştirmelerin düşülmesiyle hesaplanmıştır. Buna göre değerlemede 2021 yılı için Temmuz – Aralık dönemini kapsayan 6 aylık döneme ait nakit akımları dikkate alınmıştır. Nakit Akımlarına etki eden söz konusu; 2021 tam yıl projeksiyonları, 30.06.2021 gerçekleştirmeler ve bunların farkından hesaplanan 2021 Temmuz – Aralık dönemi verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Milyon TL	Gerçekleşme 01.01.2021 – 30.06.2021	Değerlemede Dikkate Alınan 01.07.2021 – 31.12.2021	Tam Yıl Projeksiyon 01.01.2021 – 31.12.2021
FAVÖK	70	103	173
Kapasite Artırım Yatırımı	26	55	81
Sürdürme Yatırımı	2	7	9
Net İşletme Sermayesi	255	-5	251
Amortismanlar	6	4	10
Esas Faaliyet Karı	64	98	162

Yatırım Harcamaları

Şirket, 2020 yılı sonunda Mersin'de başlamış olduğu 40 bin ton üretim kapasiteli PM4 yatırımını 2022 yılının ikinci yarısında devreye almayı hedeflemektedir. Bu kapsamda yapılması beklenen toplam yatırım tutarı yaklaşık 185 milyon TL (~18 milyon Euro) seviyesindedir. Söz konusu yatırıma ilişkin olarak 2020 yılında ve 2021 Haziran sonuna kadar yapılan harcama 46.6 milyon TL seviyesindedir. Şirket, PM4 yatırımı kapsamında; 2021 yıl sonuna kadar ilave 55.2 milyon TL, 2022 yılı içinde ise 81.2 milyon TL yatırım harcaması öngörmektedir.

Kapasite artırım yatırımına ek olarak Şirket, faaliyetlerini en az mevcut verimlilik seviyesinde devam ettirebilmek için her yıl Net Satışlar'ının %1.0'i oranında "sürdürme yatırımı" harcaması yapmayı öngörmektedir. Bu kapsamda projeksiyon süresi boyunca yapılan toplam yatırım 200 milyon TL'den fazladır.

Vergi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde vergi hesaplaması Esas Faaliyet Karı üzerinden yapılmaktadır. Bu kapsamda Şirket'in ilgili dönemler itibarıyla hesaplanan Esas Faaliyet Karı üzerinden; 25.05.2021 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Kurumlar Vergisi Genel Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ kapsamında 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23, 2023 ve takip eden yıllar için %20 oranında vergi hesaplanmıştır. Bununla birlikte aynı tebliğ Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumlarda kurumlar vergisi oranının 5 hesap dönemi boyunca 2 puan indirimli uygulanmasını sağlamaktadır. Muhafazakar yaklaşım çerçevesinde söz konusu vergi indirimi değerlemede dikkate alınmamıştır.

Şirket'in Mersin'de ve İzmir'de devam eden yatırımlarına ilişkin olarak Yatırım Teşvik Belgeleri bulunmaktadır. Söz konusu belgeler kapsamında; İzmir'de yapılan harcamaların %30'u, Mersin'de yapılan harcamaların ise %45'i "yatırım katkı tutarı" olarak vergi ödemelerinden indirilebilmektedir. Şirket'in bu kapsamda 30.06.2021 itibarıyla gelecek dönemlerde ödenecek vergilerden indirebileceği kalan azami tutar yaklaşık 85 milyon TL'dir. Yatırım teşvik belgesi kapsamında gelecek dönemlerde kurumlar vergisi ödemesinden indirilebilecek tutarlar muhafazakar yaklaşım çerçevesinde değerlemede dikkate alınmamıştır.

7.2.10. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times Risk\ Primi(Rm-Rf))) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

%	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Enflasyon	15.6%	12.6%	10.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
AOSM Tablosu	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<i>Enflasyon Üzeri Fark - bps</i>	-	275	275	275	275	275	275	275	275	275
Risksiz Getiri (Rf)	16.76%	15.37%	13.18%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%	12.25%
Piyasa Riski (Rm-Rf)	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Beta - β	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Sermaye Maliyeti	22.8%	21.4%	19.2%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
<i>Enflasyon Üzeri Fark - bps</i>	-	375	375	375	375	375	375	375	375	375
Borçlanma Faizi	18.50%	16.37%	14.18%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%
Vergi Oranı	25.0%	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Borçlanma Maliyeti	13.9%	12.6%	11.3%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
AOSM	21.0%	19.6%	17.6%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
Devam Eden Değer - AOSM										
18.7%										

2021 dönemi için Risksiz Getiri (Rf) olarak 13.11.2030 Vadeli TRT131130T14 ISIN kodlu 10 Yıllık Hazine Tahvili'ne ait getiriler dikkate alınmıştır. Söz konusu tahvilin 17.08.2021 itibarıyla, 17-18-19 Ağustos 2021 valörlü işlemlerinin ağırlıklı ortalama basit getirileri ortalamaları %16.76'dır. 2022 yılından itibaren Risksiz Getiri oranı ilgili yıla ait enflasyon öngörüsüne 275 baz puan (%2.75) eklenerek hesaplanmıştır.

Piyasa Risk Primi, Türkiye piyasaları için genel uygulama itibarıyla %5.0 - %6.0 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %6.0 olarak dikkate alınmıştır.

Beta – β hesaplamasında Çapan Analizi'nde yer verilen Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin son 10 yıla ilişkin Beta değerleri üzerinden kaldıraçsız Beta hesaplaması yapılmış, söz konusu şirketlerin kaldıraçsız Beta ortalaması Europap Tezol'un Finansal Borç – Özkaynak dengesi ile kaldıraçlı hale getirilerek yapılan hesaplamaya göre kaldıraçlı Beta 0.87'dir. Bununla birlikte AOSM'de Beta – β değeri olarak 1.00 olarak kullanılmıştır.

Sonuç olarak; Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan **Sermaye Maliyeti** 2021 yılı için %22.8, 2024 yılından itibaren ise %18.3'tür.

Şirket, rapor tarihi itibarıyla %18.50 oranı ile finansal borçlanma imkânına sahiptir. Bu doğrultuda 2021 Borçlanma Faizi %18.50 olarak öngörülmüş, 2022 yılından itibaren borçlanma oranı ilgili yıla ait enflasyon oranına 375 baz puan (%3.75) eklenerek hesaplanmıştır. Vergi oranı 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %25.0 ve %23.0 olarak dikkate alınmış, 2024 ve sonrasında ise %20 olarak öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in vergi sonrası **Borçlanma Maliyeti** 2021 yılı için %13.9, 2024 yılından itibaren ise %10.6 olarak hesaplanmaktadır.

30.06.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara göre Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %72.7 ve %27.3'tür. Bununla birlikte Şirket, Mersin'de devam eden ve toplamda yaklaşık 185 milyon TL maliyetle tamamlanacak olan yeni tesis yatırımı için kredi kullanmaktadır. Geçmiş dönemler incelendiğinde Şirket'in borçluluğun her zaman düşük seviyede olması nedeniyle, hedef Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %80.0 ve %20.0 olarak dikkate alınmıştır.

Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti'nin hedef Özkaynak – Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılmasıyla **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti** 2021 yılı için %21.0, 2024 yılından itibaren ise %16.7 olarak hesaplanmaktadır.

7.2.11. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan Serbest Nakit Akımlarının, projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

Şirket'in bulunduğu sektör, ürettiği ürünlerin niteliği, bunlara olan talebe etki eden faktörler ile enflasyon oranının %15.6'dan %9.5'e gerilemesi öngörüsüne ve 2030 ve sonrasında nakit akışlarının asgari enflasyon oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030 sonrası için devam eden değer büyüme oranı %5.0 ile %9.5 olarak tahmin edilen enflasyon oranından 450 baz puan daha düşük öngörülmüş, 2030 yılı indirgeme oranı olan %16.7 devam eden değer hesaplamasında %18.7 olarak dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımları - Milyon TL	2021 Tem - Ara	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	103	256	362	451	504	554	610	675	743	822
Yatırım Harcamaları	62	93	15	18	20	22	24	27	29	32
<i>Kapasite Artırım</i>	55.2	81.2								
<i>Sürdürme Yatırımı - Satışların 1.00%</i>	6.5	11.7	15.1	17.7	19.8	21.8	24.0	26.5	29.2	32.3
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	-5	84	99	73	59	56	63	72	77	88
Vergi	25	55	68	85	96	105	116	128	142	157
<i>Esas Faaliyet. Karı</i>	98	239	339	426	478	525	580	642	708	783
<i>Efektif Vergi Oranı</i>	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Serbest Nakit Akımı	21	24	180	275	329	371	407	447	496	545
<i>İndirgeme Oranı - AOSM</i>	<i>21.0%</i>	<i>19.6%</i>	<i>17.6%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>	<i>16.7%</i>
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	19	18	120	160	164	158	149	140	133	125

2021-30 Nakit Akımları Bugünkü Değeri	1,187
<i>Devam Eden Değer Büyüme Oranı</i>	5.00%
2031 Nakit Akımı	572
<i>Devam Eden Değer - İndirgeme Oranı</i>	<i>18.7%</i>
Devam Eden Değer	4,171
Devam Eden Değer - Bugünkü Değer	816
Firma Değeri	2,003
Net Finansal Borç*	-24.6
Şirket Değeri	2,027

A : Tem-Ara 2021 – 2030 Dönemleri İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları toplamı

B

C : [2030 Serbest Nakit Akımı] x [1+ B]

D

E : C / [D – B]

F : E / [1+D]^(31.12.2030-30.06.2021)/365]

G : A + F

H

G-H

* Net Finansal Borç / (Nakit) Pozisyonu - Milyon TL	30.06.2021
Finansal Borçlar	195.5
+ Kısa vadeli borçlar	48.7
+ Uzun vadeli borçların kısa vadeli kısmı	29.9
+ Diğer finansal yükümlülükler (KV)	0
+ Kiralama işlemleri kaynaklı yükümlülükler (KV)	21.1
+ Uzun vadeli borçlar	91.5
+ Kiralama işlemleri kaynaklı yükümlülükler (UV)	4.3
- Nakit ve nakit benzerleri	207.6
- Finansal yatırımlar(KV)	0.05
- Finansal yatırımlar (UV) (Bknz. 7.1.1)	12.4
Net Finansal Borç	-24.6

Sonuç olarak; 10 yıllık serbest nakit akımları ve devam eden değer ilgili dönem indirgeme oranları, ve %5.0 devam eden değer büyüme oranına göre hesaplanan **Şirket Değeri 2,027 milyon TL'dir.**

8. Sonuç

Değerleme çalışmasında yurt içi benzer şirket setleri için PD/Net Kar ve FD/FAVÖK çarpanları ile hesaplanan değerler aşağıda yer almaktadır. Her bir çarpan yöntemi için değer hesaplaması yapılırken Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Şirketleri ile piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki Yıldız Pazar'da işlem gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri eşit ağırlıklandırılmıştır. Buna göre her bir çarpan için hesaplanan ortalama değerler aşağıda yer almaktadır.

Şirket Grubu - Değerleme Yaklaşımı	FD/FAVÖK	F/K
Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Şirketleri	1,556,702,884	1,649,079,541
Yıldız Pazar – Seçilmiş Sanayi Şirketleri – Piyasa Değeri < 5 Milyar TL	1,493,510,233	1,795,038,044
Ortalama	1,525,106,559	1,722,058,792

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) çerçevesinde; FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan değerler sırasıyla %50.0 ve %50.0 olarak ağırlıklandırılmıştır. Ana ortaklığa ait Net Kar'ı dikkate alan F/K çarpanları, konsolide mali tablo açıklayan şirketler için FD/FAVÖK çarpanına göre daha etkin bir emsal teşkil etmektedir. Konsolide mali tablo açıklayan şirketlerin mali tablolarında tam konsolidasyon yöntemi ile dahil edilen ve ortaklık oranı %100 olmayan bağlı ortaklıklar, ana ortaklığın net borç ve FAVÖK verilerini etkilemekte ve bu durum söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının karşılaştırılabilirliğini azaltmaktadır.

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ile hesaplanan değer aşağıda yer almaktadır:

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2,027,153,649

Sonuç olarak; yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarına göre hesaplanan FD/FAVÖK'e %50.0 ve F/K'ya %50.0 ağırlık verilerek Çarpan Analizi yöntemine göre Şirket değeri hesaplanmıştır. Çarpan Analizi'ne %50 (FD/FAVÖK'e %50.0, F/K'ya %50.0) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek **Şirket Değeri 1,825,368,163 TL ve Birim Pay Değeri 18.25 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %24.0 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 1,387,279,804 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 13.87 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri TL
Çarpan Analizi	50.0%	1,623,582,676	16.24
FD/FAVÖK	50.0%	1,525,106,559	15.25
F/K	50.0%	1,722,058,792	17.22
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50.0%	2,027,153,649	20.27
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		1,825,368,163	18.25
Halka Arz İskontosu		%24.0	
Halka Arz Şirket Değeri		1,387,279,804	13.87

EKLER

EK-1

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

18.08.2021


Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("**DenizYatırım**") ile Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Europap Tezol**" veya "**Şirket**") arasında 18 Şubat 2021 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi çerçevesinde DenizYatırım, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamaktadır.

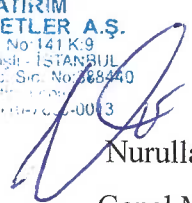
Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine 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, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü


DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Beşiktaş 2. DSK Şişli - İSTANBUL
M. No: 26103 CARGİ Tic. Sic. No: 268440
Vergi No: 37850220001
Mersl. No: 081400719000001000003


Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı

EK-2

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA


18.08.2021

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 18.08.2021 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurulu kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

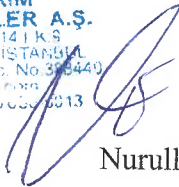
- Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak en az 10 çalışanı,
- Ayı Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması 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.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

**DENİZ YATIRIM**
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Tic. Sic. No: 291011/0453 Tic. Sic. No: 375440
www.denizyatirim.com.tr
Tic. Sic. No: 291011/0453/00000013

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü



Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı