üretimin payı sırasıyla; %46, %49 ve %33 ve %33, %40 olmuştur. Şirket, yurt içinde atık kâğıt ile üretim yapabilen sınırlı sayıdaki 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. Büyümeyi Destekleyen Yatırım Unsurları

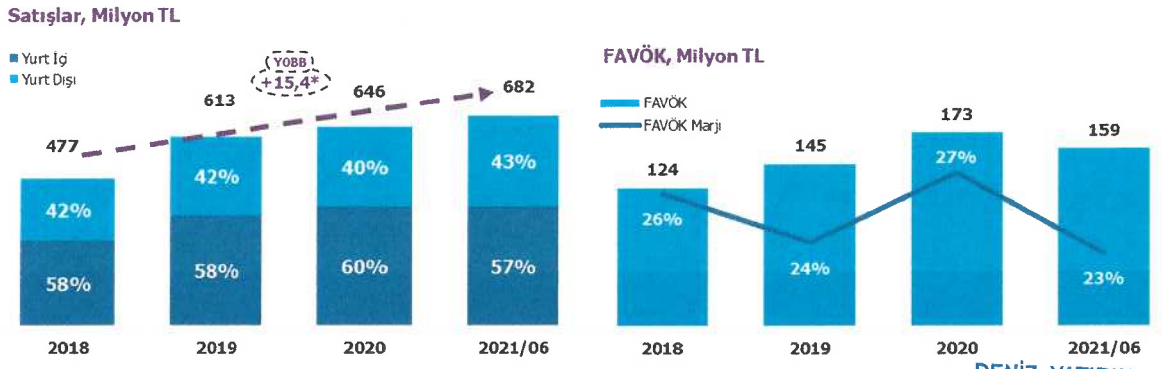
5.1. Temizlik Kâğıdı Sektörünün Dünyada ve Yurt İçinde İstikrarlı Büyümesi

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.

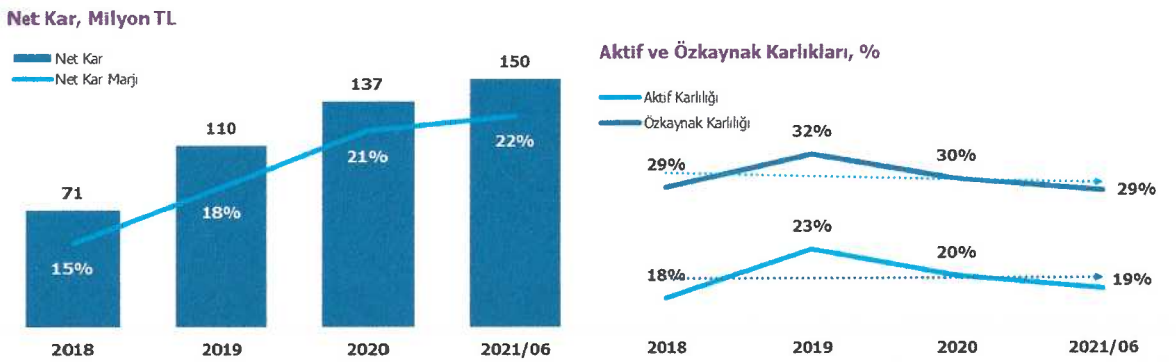
Kaynak: TUIK, FAO ve Trademap

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.



DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:8
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
No:2910110283 Tic. Sic. No:388340
www.denizyatirim.com
Mersis No. 0291-0110-7033-0013



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

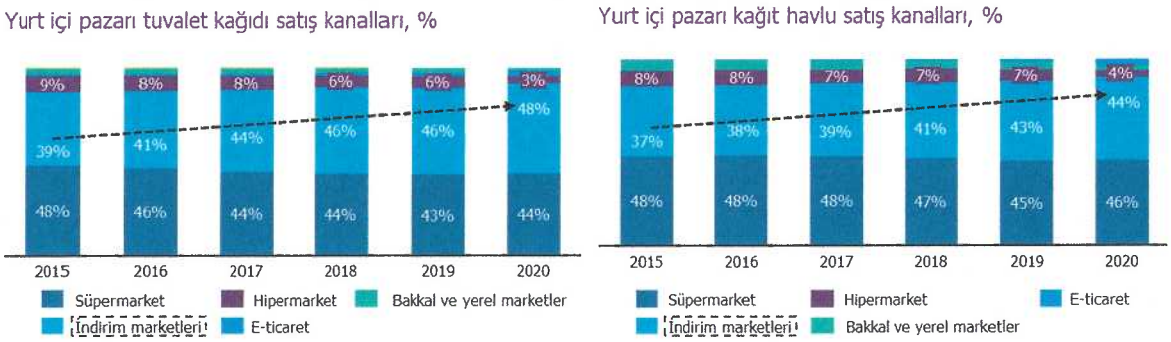
Kaynak: Europap Tezol Yönetimi – Bağımsız Denetim Raporu

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 yansımasının 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.



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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
No:2910110283 Tic. Sic. No:388416
www.denizyatirim.com
Mersis No. 0291-0110-7300-0018

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 sağlamasının 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

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
www.denizyatirim.com

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

6. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerleme yaklaşımı bulunmaktır.

- Pazar Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımı

Europap Tezol'un pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerleme 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 değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

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 değerin, 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 değerleme 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 itibariyle 46.6 Milyon TL yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir. Projeksiyonlar oluşturulurken

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş. Büyükdere Cad. No:141 K:9 Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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 itibariyle 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 değerlemesi 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş. Büyükdere Cad. No:141 K:9 Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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 değerleme 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 indirgendikten 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 itibariyle 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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 itibarıyla 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Mersis No: 0291-0110-7000-0013

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 yansımasında gecikmeler yaşanmıştır. Yurt dışı satışlarda ürünlerin teslim şeklinin DAP (Delivered at Place) – "yerinde 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 pandemiyi 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 383410
Mersis No: 0291-0110-7000-0013

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 değerlemede 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Mersis No: 0291-0110-0000-0013

Benzer şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK") ve Fiyat / Kazanç ("F/K") çarpanları 17.08.2021 tarihi itibariyle hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. 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. 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. Hesaplamalarda; 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 Kagıt 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 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 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

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

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~~
Kerevitaş 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 Sanayı	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						
				Medyan	**9.25**	**11.94**
				Ağırlıklı Ortalama*	**9.32**	**14.19**

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9

**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 küsuratı 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, değerleme 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

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Şişli - İSTANBUL

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
Değişim				*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
Değişim				*-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
				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
				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 gerçekleştirmesi ve son dönemde tüm dünyada yaşanan lojistik sorunları nedeniyle uzayan teslimat sürelerinden kaynaklı olarak, satılan malın kontrolünün alıcıya geçmemesi nedeniyle TFRS standartlarına

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

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 enflasyonun 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

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9 Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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**
Brüt Marj	***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

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic. Sic. No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No. 0291-0110-7830-0013

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 gerçekleşmelerinden 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**
Genel Yönetim Gideri / Satış	*2.3%*	*2.0%*	*2.4%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*
Pazarlama, Satış, Dağıtım*	**28**	**45**	**53**	**96**	**105**	**121**	**133**	**149**	**163**	**180**	**199**	**219**	**243**
Pazarlama, Satış, Dağıtım G. / Satış	*6.0%*	*7.4%*	*8.3%*	*11.0%*	*9.0%*	*8.0%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.5%*	*7.5%*
Amortismanlar	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**

** Amortismanlar hariçtir*

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2010110783 Tic. Sic.No:368490
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0251-0110-7830-0013

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 öngörüde 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 yansıması 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 verimliğin artması sonucunda Projeksiyonlar'da FAVÖK marjının 2024 yılına kadar kademeli olarak artarak yeniden %25 seviyesini aşacağı öngörülmektedir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No 2310110783 Tic. Sic. No:388
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0231011078300013

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
Brüt Marj	*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
Marj	*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
Marj	*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 gerçekleşmeleri 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**
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı				*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

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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 gerçekleşmelerin 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 gerçekleşmeler 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No 2510110783 Tic. Sic. No.
Mersis No.

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(ß), 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)] x (Rf + (ß x Risk Primi(Rm-Rf))) + [D/(E+D)] x [(Rd x (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
Enflasyon Üzeri Fark - bps	-	*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 - ß	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%**
Enflasyon Üzeri Fark - bps	-	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%***

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No.2910110783 Tic. Sic. No:368440
www.denizyatirim.com
Mersis No. 0291-0110-7830-0013

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'dir. 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 – ß 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 – ß 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 itibariyle %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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

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 sonrasındaki 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**
Kapasite Artırım	55.2	*81.2*								
Sürdürme Yatırımı - Satışların 1.00%	*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 Faaliyet. Karı	*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**
İndirgeme Oranı - AOSM	***21.0%***	***19.6%***	***17.6%***	***16.7%***	***16.7%***	***16.7%***	***16.7%***	***16.7%***	***16.7%***	***16.7%***
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	**19**	**18**	**120**	**160**	**164**	**158**	**149**	**140**	**133**	**125**

2021-30 Nakit Akımları Bugünkü Değeri	**1,187**	**A** : Tem-Ara 2021 – 2030 Dönemleri İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları toplamı
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	*5.00%*	**B**
2031 Nakit Akımı	572	**C** : [2030 Serbest Nakit Akımı] x [1+ B]
Devam Eden Değer - İndirgeme Oranı	***18.7%***	***D***
Devam Eden Değer	4,171	**E** : C / [D – B]
Devam Eden Değer - Bugünkü Değer	**816**	**F** : E / [1+D]^[(31.12.2030-30.06.2021)/365]
Firma Değeri	**2,003**	**G : A + F**
Net Finansal Borç*	-24.6	**H**
Şirket Değeri	**2,027**	**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 değerin **ilgili dönem indirgeme oranları, ve %5.0 devam eden değer büyüme oranına** göre hesaplanan **Şirket Değeri 2,027 milyon TL'dir.**

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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**

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş. Büyükdere Cad. No:141 K:9 Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

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 değerin, 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.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü

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 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme 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 yayımlamış 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.

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü

Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı