



# **EUROPAP TEZOL KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin**

**Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

**01.01.2021 – 30.09.2021**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

**15 Kasım 2021**

## 1. Rapor Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince, Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (Tezol veya Şirket) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların ilgili dönemde gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren bu rapor Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

## 2. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Şirket'in halka arz sürecinde Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve Şirket'in internet sitesi ile Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yatırımcıların bilgisine sunulan 18.08.2021 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda, Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA – Gelir Yaklaşımı) olmak üzere iki farklı yöntem değer tespitinde eşit ağırlıklı (%50-%50) olacak şekilde kullanılmıştır.

### a. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Bu yöntem, Fiyat Tespit Raporu'nun 6.1 maddesinde de belirtildiği gibi, pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikli şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmakta olup, sanayi şirketlerindeki yaygın kullanımları nedeniyle, Şirket özelinde  $FD^1/FAVÖK^2$  ve  $F/K^3$  çarpanları kullanılmıştır. Her iki çarpanla yapılan değer tespitlerinin uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıklarının düşünülmesi nedenleriyle, Çarpan Analizi çerçevesinde,  $FD/FAVÖK$  ve  $F/K$  çarpanlarına göre hesaplanan değerler %50-%50 ağırlık verilerek kullanılmıştır. Bu yöntemin kullanılmasında BİST'te işlem gören "Kağıt ve Kağıt Ürünleri-Ambalaj" sektörü grubunda yer alan halka açık şirketler ile BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören ve Şirket ile uyumlu olması açısından piyasa değeri 5 milyar TL'nin altında olan şirketlere ilişkin bilgiler dikkate alınmıştır. Söz konusu çarpanlara ilişkin açıklamalar ve bu çarpanlar için kullanılmış Şirket değerleri Fiyat Tespit Raporu'nun ilgili bölümlerinde detaylandırılmıştır.

### b. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA – Gelir Yaklaşımı)

İNA metodunda ise, Şirket'in 2021 yılının ikinci altı aylık döneminden başlayarak 2030 yılına kadar elde edeceğini öngördüğü ve 2030 sonrası için de bir 'devam eden değer' eklenmesi ile ulaşılan toplam nakit akımlarının, değerlendirme çalışması tarihine indirgenmesi ile bir şirket değeri hesaplanmıştır. Söz konusu nakit akım projeksiyonu, Şirket'in 30.06.2021 tarihli mali tabloları üzerine ve yıllık olarak yapılmış bir çalışmadır.

<sup>1</sup> **FD = Firma Değeri** = Piyasa Değeri + Net Finansal Borç Pozisyonu

<sup>2</sup> **FAVÖK**= Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar

<sup>3</sup> **F/K Çarpanı** = Fiyat / Kazanç Çarpanı

### 3. Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, bu yöntemlerle yapılan değerlendirme çalışması sonucunda Şirket değeri aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri (TL)	Birim Pay Değeri (TL)
<b>Çarpan Analizi</b>	<b>50%</b>	<b>1.623.582.676</b>	<b>16,24</b>
FD/FAVÖK	50%	1.525.106.559	15,25
F/K	50%	1.722.058.792	17,22
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi</b>	<b>50%</b>	<b>2.027.153.649</b>	<b>20,27</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>		<b>1.825.368.163</b>	<b>18,25</b>
<b>Halka Arz İskontosu</b>			<b>%24</b>
<b>Halka Arz Şirket Değeri</b>		<b>1.387.279.804</b>	<b>13,87</b>

Yukarıdaki tabloda açıklandığı üzere, iki ayrı değerlendirme yönteminden elde edilmiş Şirket değeri üzerinden %24 oranında halka arz iskontosu uygulanmasıyla Şirket'in halka arz değeri 1.387.279.804 TL olarak tespit edilmiş ve Şirket paylarının %24'lük kısmının halka arzı 13.87 TL/pay fiyatından 8-10 Eylül 2021 tarihlerinde tamamlanmıştır.

### 4. Sonuç

İNA çalışmasının temeli olan Şirket projeksiyonu yıllık bazda yapılmıştır. Söz konusu projeksiyonun 2021 yılının ilk altı ayına ilişkin kısmı fiili finansal verilerden oluşmaktadır. Diğer taraftan Fiyat Tespit Raporu'nda ara dönemlere ilişkin tahmin bulunmamaktadır. Bu kapsamda 2021 yılı projeksiyonunun yılın ikinci yarısına karşılık gelen kısmının yarısı 2021 yılı üçüncü çeyrek tahmini olarak alınarak aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Satışlarda, finansal sonuçları önemli ölçüde etkileyecek mevsimsellik bulunmamaktadır.

Şirket paylarının değerinin tespitine ilişkin Fiyat Tespit Raporunda yer alan projeksiyonlar ile bu projeksiyonların gerçekleşme durumlarına ilişkin olarak hazırlanan tablo aşağıda verilmektedir:

Milyon TL	2021 Tem.-Eyl. Tahmini	2021 Tem.-Eyl. Gerçekleşme	Gerçekleşme Oranı
<b>Toplam Satışlar</b>	263.5	263.9	100%
<b>Satışların Maliyeti</b>	183.3	180.7	99%
<b>Brüt Kar</b>	80.1	83.2	104%
<b>Faaliyet Giderleri</b>	31.1	42.7	137%
<b>Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gider) - Net</b>	0.0	-2.0	-
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	49.1	38.5	78%
<b>FAVÖK</b>	51.3	41.6	81%



Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere, toplam net satışlar ve satışların maliyeti tahminlerle tutarlı gerçekleşmiştir. Brüt karın gerçekleşmesi ise tahminin bir miktar üzerindedir. Faaliyet karındaki düşük gerçekleşmenin temel nedeni, bu yılın başlarından itibaren tüm dünya ticaretini olumsuz etkileyen ve pandemi kaynaklı olduğu ileri sürülen global lojistik krizidir. Şirket projeksiyonu, söz konusu global lojistik krizinin yılın ikinci yarısında hafiflemeye başlayacağı görüşleri dikkate alınarak hazırlanmış olmakla birlikte bu beklentinin gerçekleşmediği, söz konusu krizin etkilerinin üçüncü çeyrekte de halen şiddetli olarak hissedildiği görülmektedir. Bu durum Şirket'in yurt dışı satışlarını, artan ihracat giderleri nedeniyle, hem Şirket hem de müşteriler açısından daha maliyetli hale getirmiş, bazı durumlarda da yurt dışı müşterilere yapılan sevkiyatların eskiye göre yavaşlamasına neden olmuştur. Tüm bunlara rağmen, Şirket'in ihracatı geçmiş dönemlere göre hız kesmeden devam etmektedir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gider) kalemindeki net gider gerçekleşmesi, temelde döviz kurlarının üçüncü çeyrekte nispeten yatay seyretmesinden kaynaklanmaktadır.

Saygılarımızla,

**SEMAVİ YORGANCILAR**  
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı  
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

**REHA HAZNEDAROĞLU**  
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi  
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi