



EUROPAP TEZOL KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin

Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

01.01.2021 – 31.12.2021

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

11 Mart 2022

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.

¹ **FD = Firma Değeri** = Piyasa Değeri + Net Finansal Borç Pozisyonu

² **FAVÖK**= Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar

³ **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)
Çarpan Analizi	50%	1.623.582.676	16,24
FD/FAVÖK	50%	1.525.106.559	15,25
F/K	50%	1.722.058.792	17,22
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50%	2.027.153.649	20,27
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		1.825.368.163	18,25
Halka Arz İskontosu			%24
Halka Arz Şirket Değeri		1.387.279.804	13,87

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. 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 Tahmini	2021 Gerçekleşme	Gerçekleşme Oranı
Toplam Satışlar	868,4	878,2	101%
Satışların Maliyeti	608,9	627,3	103%
Brüt Kar	259,5	250,9	97%
Faaliyet Giderleri	114,3	129,9	114%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gider) - Net	17,1	33,0	193%
Esas Faaliyet Karı	162,3	154,0	95%
FAVÖK	172,6	166,2	96%

* 2021 gerçekleştirmeleri, Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na (TFRS) uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarından alınmıştır.



Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere, toplam net satışlar ve satışların maliyeti tahminlerle tutarlı gerçekleşmiştir. Brüt karın gerçekleşmesi ise, maliyet artışlarının satış fiyatlarına yansıtılmasının zaman alması nedeniyle tahminin bir miktar altında kalmıştır. Faaliyet karındaki düşük gerçekleşmenin temel nedeni, 2021 yılının başlarından itibaren tüm dünya ticaretini olumsuz etkileyen ve pandemi kaynaklı olduğu ileri sürülen global lojistik krizinin yurt dışı navlun fiyatları üzerindeki olumsuz etkisidir. Şirket projeksiyonu, söz konusu global lojistik krizinin 2021 yılının ikinci yarısında hafiflemeye başlayacağı görüşleri dikkate alınarak hazırlanmış olmakla birlikte bu beklentinin gerçekleşmediği, söz konusu krizin etkilerinin yılın ikinci yarısında ve hatta 2022'nin ilk çeyreğinde 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 etmiş, 2021 yılındaki 374,6 milyon TL'lik ihracat tutarı önceki yıla göre %45'lik bir büyümeye karşılık gelmiştir. Şirket'in 2020 ve 2021 yıllarında yapmış olduğu ihracat tutarları para birimi bazında olacak şekilde finansal tablolara ilişkin 28 numaralı dipnotta gösterilmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gider) kalemindeki net gelir gerçekleşmesi, temelde döviz kurlarının dördüncü çeyrekte ve özellikle de Kasım ayında çok ciddi oranda değer kazanmasından kaynaklanmaktadır. 31.12.2021 tarihi itibarıyla Şirket'in gerek faaliyet içi gerekse faaliyet dışı döviz pozisyonları artı vermektedir ve bu nedenle Şirket 2021 yılı toplamında çok yüksek bir net kur farkı geliri elde etmiştir.

Saygılarımızla,

SEMAVİ YORGANCILAR
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

REHA HAZNEDAROĞLU
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi