



EUROPAP TEZOL KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin

Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu

01.01.2023 – 31.03.2023

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

24 Mayıs 2023

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. Diğer taraftan Fiyat Tespit Raporu'nda ara dönemlere ilişkin tahmin bulunmamaktadır. Bu kapsamda, 2022 yılı projeksiyonunun tamamının dörtte biri yılın ilk çeyreğine karşılık gelen tahmin olacak şekilde aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Döviz kurlarının, yurt içi ve yurt dışı enflasyonun ve bunlara bağlı olarak tüm maliyet ve gider kalemlerinin artan bir seyir izlemesi nedeniyle gerçekleşme rakamları tahmin rakamlarının çok üzerindedir. 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:

2023 (milyon TL)	1. Çeyrek Tahmini	1. Çeyrek Gerçekleşme*	Gerçekleşme Oranı
Toplam Satışlar	378,0	704,2	%186
Satışların Maliyeti	255,0	503,5	%197
Brüt Kar	123,0	200,7	%163
Faaliyet Giderleri	38,3	71,9	%188
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/(Gider) - Net	-	3,3	-
Esas Faaliyet Karı	84,8	132,1	%156
FAVÖK	90,5	136,6	%151

* 2023 1. Çeyrek Gerçekleşme rakamları, Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na (TFRS) uygun olarak hazırlanmış ve kamuya duyurulmuş finansal tablolarından alınmıştır.

Önceki raporlarımızda da belirtildiği gibi, gerek döviz kurları gerekse enflasyon projeksiyonda kullanılan varsayımların çok üzerinde artış kaydetmiştir. Bu artışların etkileri ile, projeksiyonda daha önce devreye gireceği varsayılan yeni fabrikanın gecikmesinden kaynaklı kayıplara rağmen, satışlar birinci çeyrekte tahminin %86,3 üzerinde gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, bu etkiler üretim maliyetlerini de olumsuz etkilemiştir. Üretim maliyetlerinde görülen artışlar nedeniyle satılan malın maliyeti tahminin %97,4 üzerinde gerçekleşmiştir. Satılan malın maliyetindeki gerçekleşme oranının satışlardaki gerçekleşme oranından yüksek olmasının temel nedeni, başta hammadde, enerji ve işçilik olmak üzere üretim maliyetlerinde meydana gelen çok yüksek artışlardır. Bu tür maliyet artışları yurt içi ve yurt dışı piyasa koşulları elverdiği ölçüde ve hızda satış fiyatlarına yansıtılmakta, ancak bu her zaman çok hızlı veya paralel olmayabilmektedir. Diğer taraftan Mersin Tarsus OSB'nde tamamlanmak üzere olan ve yukarıda değinilen yeni fabrikamızdaki gecikmenin de karlılığa olumsuz bir etkisi olmuştur. Tüm bu olumsuz gelişmelere rağmen brüt kar tahminin %63,2 üzerinde gerçekleşmiştir. Önceki yılın aynı dönemine göre bakıldığında 2023 yılı birinci çeyreğinde satışlardaki büyüme %94,6, satılan malın maliyetindeki büyüme %94,3, brüt kardaki büyüme %95,2 oranındadır.

Döviz kuru artışlarının ve enflasyonun projeksiyonda kullanılan varsayımların çok üzerinde seyretmesi, faaliyet giderlerini de olumsuz etkilemiştir. Şirket'in Faaliyet giderlerinde tahmine göre artış %88,0 olmakla birlikte bir önceki yılın aynı dönemine göre artış %65,0 ile sınırlı kalmıştır. Döviz cinsinden fiyatlanan dünya navlun fiyatlarının halen yüksek seyretmesi ve artan döviz kurlarının bu giderler üzerinde yarattığı olumsuz etki faaliyet giderleri içinde yer alan navlun ve diğer ihracat giderlerinin yüksek seyretmesine neden olmuştur. Şirket projeksiyonu, global lojistik krizinin 2021 yılının ikinci yarısında hafiflemeye başlayacağı ve normale dönmeye başlayacağı görüşleri dikkate alınarak hazırlanmış olmakla birlikte bu beklentinin halen tam olarak gerçekleşmediği görülmektedir. Artan yakıt maliyetleri nedeniyle yurt içi nakliye giderlerinde de benzer bir durum oluşmuştur.

Bunlara ek olarak, Şirket, 2022 sonunda yasal kayıtlarında yer alan maddi duran varlıklarını yeniden değerlemeye tabi tutmuştur. Bu değerlendirme işleminin, kamuya duyurulan TFRS bazlı finansal raporlara etkisi yoktur. Bu işlemde kaynaklanan ve üç eşit taksitte ödenecek toplam 5.6 milyon TL tutarındaki verginin ilk iki taksiti birinci çeyrek gideri olarak finansal raporda yer almaktadır. Söz konusu değerlendirme işlemi ve bunun vergi etkisi projeksiyonda öngörülmemiştir.

06.02.2023 tarihinde ülkemizde meydana gelen ve çok acı sonuçlara yol açan deprem nedeniyle Şirket'in dönem içinde yapmış olduğu yardımların toplamı yaklaşık olarak 2 milyon TL'dir. Bu da, projeksiyonda öngörülmemiş diğer bir gider kalemi olarak Şirket'in finansal raporlarında yer almaktadır

Yukarıdaki etkilerin sonucunda, Şirket'in ilk çeyrek faaliyet karı 132,1 milyon TL ile tahminin %55,9, önceki yılın aynı döneminin yaklaşık 3 katı olarak gerçekleşmiştir.

Saygılarımızla,

SEMAVİ YORGANCILAR
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi

REHA HAZNEDAROĞLU
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi