

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Europap Tezol Kağıt San. ve Tic. A.Ş fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	TEZOL
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satış
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %60 Yüksek Başvurulu Yatırımcı : %30 Yurt İçi Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	8-9-10 Eylül 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL
Sermaye Artırımı	0 TL
Ortak Satış	20.000.000 TL
Ek Satış	4.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	100.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı Ek Satış Dahil	24,00%
Talep Toplama Fiyatı	13,87 TL
Halka Arz Büyüklüğü	277.400.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	332.880.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.387.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.387.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç2	9,23
FD/FAVÖK 2021Ç2	10,24
PD/DD 2021Ç2	2,66

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç2	9,23
FD/FAVÖK 2021Ç2	10,24
PD/DD 2021Ç2	2,66

Özet Bilgi

Şirket'in sahip olduğu tesislerde üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler "temizlik kâğıtları" olarak sınıflanmaktadır. Temizlik kâğıtları ana sınıflamasının altında ise; Europap Tezol yarı mamul sınıfındaki "kâğıt bobin" ve bitmiş ürün sınıfındaki çeşitli temizlik kâğıtlarının üretim ve satışı gerçekleştirilmektedir.

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

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

Tezol, İzmir-Torbalı'da 58.157 m2 açık alan üzerinde kurulu 36.432 m2 kapalı alanı ve Mersin - Tarsus OSB'de 53.410 m2 açık alan üzerinde kurulu 24.270 m2 kapalı alanı olan iki fabrikasında; ikisi İzmir'de biri Mersin'de olmak üzere toplam 3 kâğıt bobin üretim tesisine (hattına) (PM1, PM2 ve PM3) ve 15'i İzmir'de 7'si Mersin'de olmak üzere toplam 22 bitmiş ürün üretim tesisine (hattına) sahiptir. Mersin fabrikasında 2022 yılında devreye girmesi planlanan dördüncü kâğıt üretim tesisine (PM4) ilişkin yatırımlar ise devam etmektedir.

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

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

Satışlar

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

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

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

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

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

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen Halka Arz Eden Ortaklar'ın tasarrufunda olacaktır.

Ortaklık Yapısı

Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Şükrü Erhan Tezol	A	15.000.000	38,52%	15.000.000	30,82%	15.000.000	29,28%
	B	23.520.000		15.816.000		14.275.200	
Mehmet Ersin Tezol	A	15.000.000	38,51%	15.000.000	30,81%	15.000.000	29,27%
	B	23.510.000		15.808.000		14.267.600	
Mine Makbule Kuşçu	B	8.330.000	8,33%	6.664.000	6,66%	6.330.800	6,33%
Müge Kuşçu	B	8.330.000	8,33%	6.664.000	6,66%	6.330.800	6,33%
Emine Nesrin Tezol	B	5.480.000	5,48%	4.384.000	4,38%	4.164.800	4,16%
Ayşe Selda Tezol	B	415.000	0,42%	332.000	0,33%	315.400	0,32%
Ömer Şükrü Tezol	B	415.000	0,42%	332.000	0,33%	315.400	0,32%
Halka Açık Kısım	B			20.000.000	20,00%	24.000.000	24,00%
Toplam		100.000.000	100,00%	100.000.000	100,00%	100.000.000	100,00%

Mali Tablolar

TEZOL Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/06
Dönen Varlıklar	234.344.805	310.022.202	456.869.434	537.606.028
Nakit ve Nakit Benzerleri	63.957.940	92.874.900	154.245.449	207.593.427
Finansal Yatırımlar	21.679	27.970	13.951.429	49.122
Ticari Alacaklar	95.910.983	121.511.500	138.073.426	139.363.843
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>18.667</i>	<i>22.844</i>	<i>15.186</i>	<i>15.186</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>95.892.316</i>	<i>121.488.656</i>	<i>138.058.240</i>	<i>139.348.651</i>
Diğer Alacaklar	1.921.762	3.003.120	9.070.493	3.661.096
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>43.000</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>1.929</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.878.762</i>	<i>3.003.120</i>	<i>9.070.493</i>	<i>3.641.806</i>
Stoklar	68.651.911	89.751.679	137.361.977	168.970.338
Peşin Ödenmiş Giderler	3.806.864	2.550.618	3.956.467	9.775.533
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	114.142	-	7.611.793
Diğer Dönen Varlıklar	73.666	188.273	210.193	580.876
Duran Varlıklar	162.421.229	171.188.168	222.295.336	257.823.798
Finansal Yatırımlar	7.988.271	10.587.780	11.985.321	12.440.448
Diğer Alacaklar	1.445	1.445	1.445	1.445
Maddi Duran Varlıklar	151.655.978	157.166.921	186.319.455	194.477.534
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	2.731.979	3.332.958	4.098.496
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.010.116	700.043	334.886	217.677
Peşin Ödenmiş Giderler	1.765.419	-	20.321.271	46.588.198
Toplam Varlıklar	396.766.034	481.210.370	679.164.770	795.429.826

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/06
Kısa Vadeli Yükümlülükler	97.017.731	87.843.842	129.339.846	163.122.911
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28.298.516	12.076.431	30.029.097	48.732.388
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	18.976.795	20.909.604	33.193.446	29.927.844
Diğer Finansal Yükümlülükler	42.805	47.699	6.611	-
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	276.348	10.383.739	17.857.727	21.062.513
Ticari Borçlar	40.479.315	32.375.510	41.461.252	53.295.955
<i>İlişkili Taraplara Ticari Borçlar</i>	123.036	291	1.105	9.185
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	40.356.279	32.375.219	41.450.202	53.286.770
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.048.678	1.346.304	1.493.585	3.901.057
Diğer Borçlar	2.145.550	191.743	161.870	323.774
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	2.145.550	191.743	161.870	100.061
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	-	-	-	223.713
Ertelenmiş Gelirler	219.929	343.898	559.994	2.121.717
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	1.983.177	7.152.088	1.502.905	696.326
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.946.684	2.586.133	2.404.279	2.360.209
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.946.684	2.586.133	2.404.279	2.360.209
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	599.934	430.693	669.080	701.128
Uzun Vadeli Yükümlülükler	57.432.161	54.812.349	95.463.425	110.992.797
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	20.652.280	20.768.506	68.070.917	91.469.739
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	29.017.826	21.622.078	12.280.977	4.295.509
Ertelenmiş Gelirler	-	337.285	78.939	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.719.291	6.780.845	9.484.635	11.471.654
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli</i>	4.719.291	6.780.845	9.484.635	11.471.654
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.042.764	5.303.635	5.547.957	3.755.895
Özkaynaklar	242.316.142	338.554.179	454.361.499	521.314.118
Ödenmiş Sermaye	15.000.000	15.000.000	15.000.000	100.000.000
Ortak Kontrolde Tabi İşletme Birleşmelerinin Etkisi	1.609.156	1.609.156	1.609.156	-13.292.236
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7.247.044	7.525.000	7.525.000	14.032.990
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak				
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	4.085.276	5.142.464	5.398.126	5.777.282
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm				
(kayıpları) / kazançları	224.834	-1.187.512	-2.259.514	-2.312.729
Gerçeğe Uygun Değer Farkı Diğer Kapsamlı Gelire				
Yansıtılan Finansal Varlıklardan Kazançlar	3.860.442	6.329.976	7.657.640	8.090.011
Geçmiş Yıllar Karları	143.728.498	199.296.710	288.277.559	333.321.227
Net Dönem Karı	70.646.168	109.980.849	136.551.658	81.474.855
Toplam Kaynaklar	396.766.034	481.210.370	679.164.770	795.429.826

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

TEZOL Gelir Tablosu					
TL	2018	2019	2020	2020/06	2021/06
Hasılat	477.136.351	612.606.713	645.577.520	304.748.343	341.377.978
<i>Yıllık Değişim</i>		28,4%	5,4%		12,0%
Satışların Maliyeti (-)	-325.247.317	-422.662.428	-428.651.122	-200.612.543	-242.194.088
<i>Yıllık Değişim</i>		30,0%	1,4%		20,7%
Brüt Kar	151.889.034	189.944.285	216.926.398	104.135.800	99.183.890
<i>Yıllık Değişim</i>		25,1%	14,2%		-4,8%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	31,8%	31,0%	33,6%	34,2%	29,1%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-11.879.235	-13.302.517	-16.080.865	-7.715.477	-12.115.246
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-28.553.662	-45.086.138	-53.597.720	-23.907.524	-40.048.338
Faaliyet Karı	111.456.137	131.555.630	147.247.813	72.512.799	47.020.306
<i>Yıllık Değişim</i>		18,0%	11,9%		-35,2%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	23,4%	21,5%	22,8%	23,8%	13,8%
Amortisman	8.984.543	9.791.277	10.376.737	5.000.908	5.946.884
FAVÖK1	120.440.680	141.346.907	157.624.550	77.513.707	52.967.190
<i>Yıllık Değişim</i>		17,4%	11,5%		-31,7%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	25,2%	23,1%	24,4%	25,4%	15,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	27.508.026	4.546.788	47.009.292	16.776.633	70.116.365
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-24.204.626	-41.399.036	-31.216.169	-9.705.222	-53.038.542
Esas Faaliyet Karı	114.759.537	135.624.474	163.040.936	79.584.210	64.098.129
<i>Yıllık Değişim</i>		18,2%	20,2%		-19,5%
FAVÖK2	123.744.080	145.415.751	173.417.673	84.585.118	70.045.013
<i>Yıllık Değişim</i>		17,5%	19,3%		-17,2%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	25,9%	23,7%	26,9%	27,8%	20,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	30.672	62.124	592.554	544.554	1.552.271
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-9.675	-	-	-	-3.718
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	114.780.534	135.686.598	163.633.490	80.128.764	65.646.682
Finansman Gelirler	30.133.572	30.861.660	71.841.369	35.227.523	36.903.076
Finansman Giderleri (-)	-57.095.124	-30.322.160	-75.174.594	-30.642.324	-21.303.069
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	87.818.982	136.226.098	160.300.265	84.713.963	81.246.689
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)					
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	-6.077.215	-23.761.266	-23.306.162	-17.211.744	-1.573.348
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri</i>	-11.095.599	-2.483.983	-442.445	233.020	1.801.514
Net Dönem Karı	70.646.168	109.980.849	136.551.658	67.735.239	81.474.855

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Deniz Yatırım; Europap Tezol'un pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin ilgili maddelerine göre Pazar Yaklaşımı'na (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı'na yer vermiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Europap Tezol özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Deniz Yatırım tarafından Europap Tezol'un halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar tarafımızca makuldür.
- 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.

Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi

➤ Yurt İçi Benzer Şirketler: Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Sektörü

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.

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	28,26
Kartonsan	3.904	3.661	225	168	16,24	23,24
Mondi Olmuksan Kağıt Ve Ambalaj	1.821	1.965	87	58	22,63	31,54
Mondi Tire Kutsan	1.672	1.987	272	177	7,31	9,44
Viking Kağıt	316	548	-	51	18,413,5	6,22
Toplam	10.217	10.916	878	463		
				Medyan	9,64	10,97
				Ağırlıklı Ortalama	12,43	22,08

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

Europap Tezol - TL	Çarpan	FAVÖK	Net Finansal	Net Kar	Şirket Değeri	Pay Başına Değer
		(01.07.2020 - 30.06.2021)	Borç 30.06.2021	(01.07.2020 - 30.06.2021)		
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

➤ Yurtiçi 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	10,70	34,08	
Alkim Kimya	2,432	2,299	282	213	8,20	11,4	
Borusan Boru	3,884	5,85	630	164	9,30	23,7	
Çemaş Döküm	1,012	598	46	124	12,90	8,2	
Çemtas	1,374	1,299	232	190	5,60	7,2	
Dardanel	1,43	1,867	157	14	11,90	101,26	
Doğtaş Kelebek Mobilya	791	1,405	265	64	5,30	12,40	
Dyo Boya	1,062	1,501	257	138	5,80	7,7	
Ege Endüstri	4,07	3,871	282	354	13,70	11,5	
Ege Gübre	1,785	1,823	189	127	9,60	14,0	
Ege Seramik	1,054	1,018	208	168	4,90	6,3	
Erbosan	2,882	2,979	184	162	16,02	17,8	
Gen İlaç Ve Sağlık Ürünleri	4,98	5,085	302	267	16,80	18,7	
Gentaş	652	640	123	81	5,20	8,1	
Good-Year	2,098	2,235	577	332	3,90	6,3	
Karel Elektronik	1,838	2,22	240	140	9,20	13,1	
Karsan Otomotiv	3,528	5,264	599	-24	8,80	148,88	
Kerevitaş Gıda	2,972	3,608	481	430	7,50	6,9	
Kalekim Kimyevi Maddeler	1,493	1,22	128	118	9,50	12,6	
Kervan Gıda Sanayi	3,077	3,188	281	157	11,30	19,6	
Kütahya Porselen	2,377	2,372	55	41	13,38	57,67	
Menderes Tekstil	528	1,959	373	-85	5,20	6,22	
Netaş Telekom.	1,149	1,832	-61	-178	30,19	6,46	
Parsan	2,215	3,451	181	166	19,00	13,3	
Pınar Entegre Et Ve Un	731	826	97	90	8,50	8,2	
Pınar Süt	757	1,15	132	43	8,70	17,5	
Qua Granit Hayal Yapı	3,137	3,244	319	236	10,02	13,3	
Sarkuysan	3,804	5,368	639	337	8,40	11,3	
Tat Gıda	1,216	1,134	142	261	8,00	4,7	
Tümosan Motor Ve Traktör	2,075	2,246	166	95	13,50	21,8	
Türk İlaç Ve Serum	2,443	2,501	125	79	20,00	31,1	
Tukaş	1,84	2,327	201	112	11,60	16,5	
Yataş	2,129	2,456	409	235	6,00	9,1	
Yükselen Çelik	683	733	66	41	11,10	16,5	
Toplam / Medyan							
					Medyan	9,25	11,94
					Ağırlıklı Ortalama	9,32	14,14

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:

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	9,25	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

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş yıl verileri ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2030 yılları için projekte edilmiştir.

- **Satışlar** 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.

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.

Şirket, yurt içi ve yurt dışı satışlarında fiyat seviyelerini hassasiyetle takip etmektedir. Yurt dışına gerçekleştirilen kağıt bobin satışlarında 2018 - 2020 döneminde ortalama birim fiyat 1.077 USD/ton olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının ilk yarısında gerçekleştirilen satışlar ile gelecek dönemlere ilişkin beklentiler ışığında 2021 yılı ortalama birim kağıt bobin satış fiyatının bir önceki yıla göre %18 artışla 1.219 USD/ton olarak oluşması beklenmektedir. Söz konusu fiyattaki artışta; dünyada artan temizlik kağıdı talebi, yükselen hammadde fiyatları ve yüksek USD enflasyonunun etkisi olmakla birlikte, 2021 yılının ilk yarısında yaşanan ve navlun fiyatlarını varış noktasına göre 2 - 8 kat seviyelerinde artıran lojistik krizinin payı da önemlidir. Şirket, 2021 yılının sonlarında söz konusu krizin etkilerinin azalması ve 2022 yılında normalleşen navlun fiyatları ile birlikte kağıt bobin fiyatlarının yaklaşık %6 gerilemesini beklemektedir. Şirket'in 2023 ve sonrası için beklentisi kağıt bobin fiyatlarının USD enflasyonu kadar artacağı yönündedir.

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.

- **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. Yurt İçi Nakliye Giderleri / Yurt İçi Satışlar oranında sadece 2020'de sınırlı bir artış meydana gelirken, Navlun - İhracat Giderleri / Yurt Dışı Satış oranı 2019 ve 2020 yıllarında hızlı yükseliş kaydetmiştir. Bu durumun temel nedenleri; Şirket'in DAP (Yerinde teslim) satışlarının artması, tüm dünyayı etkisi altına alan Covid-19 pandemisi nedeniyle yaşanan lojistik sorunları ve artan ticaret hacmine cevap veremeyen konteyner sayısıdır.

- **İşletme Sermayesi:** 2021 yılı ve sonrasında ticari alacak tahsil süreleri geçmiş dönemlerle uyumlu olarak 75 gün, ticari borç tahsil süresi ise yine geçmiş dönemlerle uyumlu olarak 36 gün olarak öngörülmüştür. 2020 sonu itibarıyla yukarıda açıklanan nedenlerle 117 güne yükselen stokta kalma süresi ise Şirket'in geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ile uyumlu olarak projeksiyon süresi boyunca 80 gün olarak varsayılmıştır.
- **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 Satışlarının %1,0'i oranında "sürdürme yatırımı" harcaması yapmayı öngörmektedir. Bu kapsamda projeksiyon süresi boyunca yapılan toplam yatırım 200 milyon TL'den fazladır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** 2021 dönemi için Risksiz Getiri olarak 13.11.2030 Vadeli TRT131130T14 ISIN kodlu 10 Yıllık Hazine Tahvilime ait getiriler dikkate alınmıştır. Söz konusu tahvilin 17.08.2021 itibarıyla, 17-18-19 Ağustos 2021 valörlü işlemlerinin ağırlıklı ortalama basit getirileri ortalamaları %16,76'dır. 2022 yılından itibaren Risksiz Getiri oranı ilgili yıla ait enflasyon öngörüsüne 275 baz puan (%2,75) eklenerek hesaplanmıştır.
 - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Özsermaye Maliyeti:** Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan Sermaye Maliyeti 2021 yılı için %22,8, 2024 yılından itibaren ise %18,3'tür.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Rapor tarihi itibarıyla %18,50 oranı ile finansal borçlanma imkânına sahiptir. Bu doğrultuda 2021 Borçlanma Faizi %18,50 olarak öngörülmüş, 2022 yılından itibaren borçlanma oranı ilgili yıla ait enflasyon oranına 375 baz puan (%3,75) eklenerek hesaplanmıştır. Vergi oranı 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %25,0 ve %23,0 olarak dikkate alınmış, 2024 ve sonrasında ise %20 olarak öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in vergi sonrası Borçlanma Maliyeti 2021 yılı için %13,9, 2024 yılından itibaren ise %10,6 olarak hesaplanmaktadır.
 - **Borç Oranı:** 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.
- Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuç olarak;** 10 yıllık serbest nakit akımları ve devam eden değer ilgili dönem indirgeme oranları, ve %5,0 devam eden değer büyüme oranına göre hesaplanan Şirket Değeri 2.027 milyon TL'dir.

Halka Arz Değeri

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 - PD < 5 Milyar TL	1.493.510.233	1.795.038.044
Ortalama	1.525.106.559	1.722.058.792

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2.027.153.649

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri
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%	
Halka Arz Şirket Değeri		1.387.279.804	13,87

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %24 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 13,87 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %24'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Europap Tezol'ün fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Europap Tezol özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.

- Deniz Yatırım tarafından Europap Tezol'ün halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin ve seçilmiş borsa şirketlerinin (**Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Sektörü ve Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri**) Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. Tarafımızca makuldür.
- Europap Tezol'ün çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda, yurt içinde BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmama ile birlikte, özellikle kağıt ve kağıt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve Europap Tezol'e en yakın çarpanlar kullanılmıştır. Çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmış olması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- 2021 dönemi için Risksiz Getiri olarak 13.11.2030 Vadeli TRT131130T14 ISIN kodlu 10 Yıllık Hazine Tahvilime ait getiriler dikkate alınmıştır. Söz konusu tahvilin 17.08.2021 itibarıyla, 17-18-19 Ağustos 2021 valörlü işlemlerinin ağırlıklı ortalama basit getirileri ortalamaları %16,76'dır. 2022 yılından itibaren Risksiz Getiri oranı ilgili yıla ait enflasyon öngörüsüne 275 baz puan (%2,75) eklenerek hesaplanmıştır. %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. Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti'nin hedef Özkaynak - Finansal Borç oranlarına göre ağırlıktandın İmasıyla Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti 2021 yılı için %21,0, 2024 yılından itibaren ise %16,7 olarak hesaplanmaktadır. Hisse senedi yatırımının uzun vadeli bir yatırım aracı olduğu ve yatırım anında yatırımcının alternatifinin değerlendirilme para birimi bazında en uzun vadeli devlet tahvili olduğu göz önünde bulundurulduğunda yıllara sari değişen risksiz getiri oranı varsayımını makul bulmuyoruz. Yatırım anındaki uzun vadeli devlet tahvili faizinin bütün projeksiyon dönemi boyunca kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %24'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Europap Tezol'ün halka arz fiyatının tespit edilmesinde %24 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 13,87 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.