

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır ve yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidir Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 18 Ağustos 2021 tarihinde Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket", "Europap Tezol" veya "Tezol") 2000 yılından beri temizlik kağıdı sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, İzmir ve Mersin'de 2 fabrikada 600'den fazla çalışanıyla yılda 86 bin ton kağıt bobin ve 137 bin ton bitmiş ürün üretim kapasitesine sahiptir. Şirket yurt dışından ithal ettiği selülozu ve/veya ağırlıklı yurt içinde tedarik ettiği atık kağıdı kullanarak İzmir'de iki, Mersin'de bir adet bulunan toplam üç kağıt bobin üretim tesisi aracılığıyla kağıt bobini üretmektedir. Üretilen kağıt bobin, 30'dan fazla ülkeye ihraç edilmekte ve Şirket'in kendi adına tescilli (öz) ve alıcılar adına tescilli (özel) markalı temizlik kağıdı ürünleri üretiminde kullanılmaktadır.

116 öz markalı ürün çeşidine sahip Europap Tezol, tüketici kanalı alanında 4 ana marka ve ev dışı kullanım kanalı alanında tescilli 2 ana markaya sahiptir. Şirket kendi ürettiği öz markalı ürünlerinin yanı sıra, toplamda 19 adet özel markalı 82 ürün çeşidi ile sektörde faaliyet göstermektedir.

Şirket'in Haziran'21 sonu itibarıyla son 12 aylık satışları 682 milyon TL, VAFÖK'ü 159 milyon TL ve net dönem karı 150 milyon TL'dir.

2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Talep Toplama Tarihi	8-9-10 Eylül 2021
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Ortak Satışı: 20.000.000 TL nominal değerli paylar Ek Satış: 4.000.000 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	"Sabit Fiyat ile Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Aracılığı"
Halka Arz Fiyatı	13,87 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	1.387.279.804 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	Ek satış hariç: 277,4 milyon TL Ek satış dahil: 332,9 milyon TL

Halka Arz Oranı	Ek satış hariç (%20), Ek satış dahil (%24)
Tahsisat Grupları	Bireysel Yatırımcı: %60 Yüksek Başvurulmuş Yatırımcı: %30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı: %10
Fon Kullanım Yeri	Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket'e doğrudan ya da dolaylı bir nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen Halka Arz Eden Ortaklar'ın tasarrufunda olacaktır.

Kaynak: İzahname

3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Pay Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
		Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
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				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%

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

4. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

4.1. Gelirler

Tezol Kağıt'ın gelirleri, yurt içine ve yurt dışına, öz ve özel markalı bitmiş temizlik kağıdı ürünleri ve kağıt bobin satışlarından oluşmaktadır. Yurt içi bitmiş ürün satışlarının çok önemli bir kısmını Türkiye'nin önde gelen zincir mağazaları ve bayi ve/veya toptancı kanalına yapmaktadır.

Şirket'in gelirleri, 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 477,1 milyon TL, 612,6 milyon TL ve 645,6 milyon TL'dir. 2020 yılı gelir büyümesi %5,4'tür. İzahnamede bu artışın sınırlı kalmasının ana nedeni olarak Şirket'in pandemi nedeniyle yurt içi artan talebi karşılamak üzere iç piyasaya ağırlık vermesi ve iç piyasada fiyatların artmamış olması gösterilmiştir. 2021 yılının ilk altı ayında ise, gerek hammadde fiyatlarında gerekse kurdaki artışın satış fiyatlarına yansımaları sayesinde gelirler yıllık bazda %12 artışla 341,4 milyon TL'ye ulaşmıştır. Covid-19 salgını sonrası dış ticarete yaşanan lojistik sorunlar nedeniyle gecikmeli yüklenen sevkiyatlar, Şirket'in satışları üzerinde baskı yaratmış ve Şirket'in DAP (Delivered at Place) satışlarının 2020 yılsonunda ve 2021 yılının ilk altı ayında diğer dönemlere göre daha fazla olmasına neden olmuştur. 2020 yılı son çeyreğinden başlayıp 2021 yılı ilk yarısında da artarak devam eden bu durum, hem yurt dışı navlun maliyetlerini önemli ölçüde artırmış hem de yurt dışı müşterilerden alınmış olan siparişlerin zamanında yüklenememesine neden olmuştur.

Şirketin yurt içi satışları genellikle vadeli ve bölgesel bazda çalışmakta olduğu bayilerden teminat mektubu almaktadır. Yurt dışı müşterilerden olan alacakların önemli kısmı ise alacak sigortası kapsamında. Sigortalanamayan yurt dışı satışlar riski azaltmak için vesaik mukabili, ön/peşin ödeme vb. tahsilat yöntemleri ile

gerçekleştirilmektedir.

Yurt dışı satışları toplam satışların 2019 yılında %41,6'sını, 2020 yılında %40,0'ını ve 1Y21'de de %44,2'si oluşturmuştur. Yurt dışı satışlar ağırlıklı olarak ABD Doları cinsinden yapılmakta, bunu İngiliz Sterlini izlemektedir.

Net Satışlar (TL)	2018	%	2019	%	2020	%	Haz.'20	%	Haz.'21	%
Türkiye	276.7	58.0	356.0	58.1	385.5	59.7	188.4	61.8	189.1	55.4
Avrupa	89.7	18.8	109.2	17.8	111.5	17.3	57.4	18.8	55.4	16.2
Kuzey Amerika	32.3	6.8	44.4	7.2	44.1	6.8	17.0	5.6	26.6	7.8
Güney Amerika	47.0	9.9	86.0	14.0	79.6	12.3	28.6	9.4	48.2	14.1
Orta Doğu	10.4	2.2	13.0	2.1	23.7	3.7	13.1	4.3	18.5	5.4
Uzak Doğu	14.4	3.0	3.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0.0
Diğer	6.6	1.4	0.4	0.1	1.2	0.2	0.4	0.1	3.6	1.0
TOPLAM	477.1	100.0	612.6	100.0	645.6	100.0	304.7	100.0	341.4	100.0

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

4.2. Giderler

Satışların maliyeti, ilk madde malzeme giderleri, genel üretim giderleri, personel giderleri, amortisman giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır ve %65'inden fazlası ilk madde malzeme giderleridir. İlk madde malzeme giderlerinin büyük bölümü ise, yurt dışından tedarik edilen selüloz ve ağırlıklı yurt içinden tedarik edilen atık kağıtlardan oluşmaktadır. Satışların maliyeti 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 325,2 milyon TL, 422,7 milyon TL ve 428,7 milyon TL'dir. 2019 yılında satışların maliyetinde meydana gelen nispeten yüksek artışın temel nedenleri, satışlarda gerçekleşen miktarsal büyümenin genel olarak maliyetlere etkisi ve 2019 yılında atık kağıt üretimin 2018 yılına göre %16 civarında artmasıyla birim maliyetlerin yükselmesidir. 2021 yılının ilk altı ayında ise satışların maliyeti yıllık bazda %20,7 artmıştır.

4.3 VAFÖK

2020 yılında Şirket'in VAFÖK'ü yıllık bazda %19 artarak 173 milyon TL'ye ulaşırken VAFÖK marjı da 3 baz puan iyileşerek %27'ye yükselmiştir. 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 hızla artan selülozdan üretilmesi ve girdi fiyatlarındaki artışların yurt içi satış fiyatlarına 2021 ilk çeyreğinden sonra yansıtılmaya başlanması nedeniyle ilk yarıyıl marjlarında daralma olmuştur. 2021 yılının ilk yarısı itibarıyla son 12 aylık VAFÖK ise 159 milyon TL, VAFÖK marjı da %23 olarak gerçekleşmiştir.

Karlılık Oranları	2018	2019	2020	Haz.'20	Haz.'21
Brüt Kar Marjı	32%	31%	34%	34%	29%
Esas Faaliyet Kar Marjı	24%	22%	25%	26%	19%
VAFÖK Marjı	26%	24%	27%	28%	21%
Net Kar Marjı	15%	18%	21%	22%	24%

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

4.4 Net Kar

Şirket'in net karı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 70,6 milyon TL, 110 milyon TL ve 136,6 milyon TL'dir. Şirket'in 2021 yılının ilk yarısındaki net dönem karı ise yıllık bazda %20 artarak 81,5 milyon TL'ye ulaşmıştır.

4.5. Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in 2018, 2019, 2020 ve 1Y21 mali tablolarına göre hesaplanan ticari işletme sermayesi ve gün sayıları aşağıdaki gibidir:

Ticari İşletme Sermayesi - TL	2018	2019	2020	Haz.'21
Ticari Alacaklar	95,910,983	121,511,500	138,073,426	139,363,843
Stoklar	68,651,911	89,751,679	137,361,977	168,970,338
Ticari Borçlar	40,479,315	32,375,510	41,461,252	53,295,955
Net İşletme Sermayesi	124,083,579	178,887,669	233,974,151	255,038,226

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

Ticari İşletme Sermayesi Gün Sayıları	2018	2019	2020	Haz.'21
Ticari Alacaklar	73	72	78	75
Stoklar	77	78	117	127
Ticari Borçlar	45	28	35	40

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

Stok gün sayısındaki artış pandemi sebebiyle yaşanan uluslararası lojistik sorunlarından kaynaklanmaktadır. Yeterli konteyner bulunamaması nedeniyle üretilmiş ve satışı gerçekleştirilmiş ihraç mallarının müşterilere ulaştırılmasında gecikmeler meydana gelmiştir.

4.6. Borçluluk

2021 yılının Haziran ayı sonunda Şirket'in net nakit pozisyonu 24.6 milyon TL'dir.

Net Nakit Pozisyonu - TL	2018	2019	2020	Haz.'21
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: Tezol Fiyat Tespit Raporu

5. Riskler

- **Hammadde ve girdi tedarikinde dışa bağımlılık:** Selüloz ve çoğu kimyasal madde temininde dışa bağımlılık ve döviz kurlarındaki artışlar Şirket'in üretim maliyetlerini yükseltmektedir. Öte yandan, Çin, Hindistan gibi

yüksek nüfuslu ülkelerin yoğun selüloz alımı yaptığı yıllarda global piyasalarda fiyatlar artabilmektedir.

- **Yüksek enerji maliyetleri:** Şirket'in toplam üretim maliyetleri içinde enerji maliyetleri yaklaşık %15 ile önemli bir pay tutmaktadır.
- **Hammadde tedarikindeki düzenlemeler ile ağaç ve orman hammaddeleri kullanımının sınırlandırılması:** Şirket, ağaç ve orman hammaddelerine ihtiyaç duymaktadır. Gelecekte, hammadde tedariki ile ağaç ve orman hammaddeleri kullanımının devlet tarafından sınırlandırılması ve bu sebeplerle maliyetlerin artması Şirket'in faaliyetlerini, finansal durumunu ve operasyonel sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir.
- **Sektöre yeni oyuncuların girmesi:** Türkiye iç pazar büyüklüğü ve kağıt tüketiminin büyüme potansiyeli sayesinde önemli bir avantaja sahip bulunmaktadır. Türkiye'nin coğrafi konumu da yeni ve gelişen ülkelere olan yakınlığı açısından önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Pazardaki fırsatlar, yeni oyuncuların bu sektöre girmesine ve rekabetin artmasına yol açabilir.

6. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Europap Tezol paylarının halka arz fiyatını belirlerken İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan Analizi değerlendirme yöntemleriyle ulaştığı sonuçların ortalamasını dikkate almıştır. Bir başka ifadeyle, her iki yönteme, eşit ağırlık (%50) vererek hesaplamıştır.

a. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, önümüzdeki 10 senelik dönem için (2Y2021-2030) şirketin nakit akışları tahmin edilmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- Yaklaşık 90 bin ton kağıt bobin üretim kapasitesi bulunan ve bunun tamamını kullanan Şirket, Mersin'de devam eden 40 bin ton kapasiteli "PM4"ü 2022-2024 yılları arasında kademeli olarak devreye almayı hedeflemektedir. Buna paralel, 2021 yılında 85 bin ton olarak öngörülen kağıt bobin üretimi, 2022 yılında 100 bin ton, 2023 yılında 120 bin ton ve 2024 yılı sonrası için 130 bin ton olarak tahmin 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 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.
- 2021 yılı ortalama birim kağıt bobin satış fiyatının bir önceki yıla göre %18 artışla 1.219 USD/ton olarak oluşması beklenmektedir.
- 2021 yılı için %30 seviyesinde öngörülen brüt kar marjının, yaklaşık %45 kapasite artışı sağlayacak Mersin PM4 yatırımını yaratacağı verimlilik artışıyla birlikte %33,8 seviyesine ulaşması öngörülmektedir.
- Vergi oranı 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %25 ve %23 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.
- Değerleme tarihindeki USD/TL kurunun, 2021 yılsonuna kadar aynı kalacağı varsayılmış, sonraki yıllarda da, USD ve TL enflasyon farkları dikkate alınarak hesaplanmıştır.
- AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) 2021 yılı için %21, 2024 yılından itibaren ise %16,7 olarak hesaplanmaktadır.

- Devam eden değer hesabında büyüme oranı %5 kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi sonucunda, Europap Tezol için 2.027 milyar TL şirket değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımı

Serbest Nakit Akımları - milyon TL	2021 Tem- Ara	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
VAFÖK	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	7	12	15	18	20	22	24	27	29	32
Net İşletme Sermaye 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									
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5%									
2021 Nakit Akımı	572									
Devam Eden Değer- İndirgeme Oranı	18.7%									
Devam Eden Değer	4,171									
Devam Eden Değer - Bugünkü Değer	816									
Firma Değeri	2,003									
Net Finansal Borç	-24.6									
Şirket Değeri	2,027									

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

b. Piyasa Çarpanları Analizi

Çarpan analizinde Firma Değeri/VAFÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları kullanılmıştır. Hesaplamalarda, en son açıklanan finansallarında, yıllıklandırılmış VAFÖK ve net kar tutarları negatif olan şirketler ve FD/VAFÖK çarpanı 20'den, F/K çarpanı 25'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

BIST'te işlem gören "Kağıt ve Kağıt Ürünleri, "Ambalaj Sektörü" hisselerinden oluşan karşılaştırma grubunun FD/VAFÖK medyanı 9,64x ve F/K medyanı 10,97x'dir. Ayrıca, BIST-Yıldız Pazar'da işlem gören ve piyasa değeri 5 milyar TL'nin altındaki seçilmiş sanayi şirketlerinden oluşan ve "sanayi şirketlerine ilişkin piyasa çarpanlarını yansıtan emsal grup" şeklinde ifade edilen karşılaştırma grubunun çarpanları da dikkate alınmıştır. Bu grubun, FD/VAFÖK medyanı 9,25x ve F/K medyanı 11,94x'dir. Buna göre her bir çarpan için hesaplanan ortalama değerler aşağıda yer almaktadır.

Şirket Grubu- Değerleme Yaklaşımı	FD/VAFÖK	F/K
Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj Şirketleri	1,556,702,884	1,649,079,541
Yıldız Pazar - Seçilmiş Sanayi Şirketleri	1,493,510,233	1,795,038,044
Ortalama	1,525,106,559	1,722,058,792

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi çerçevesinde; FD/VAFÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan değerler sırasıyla %50 ve %50 olarak ağırlıklandırılmıştır. Bunun sonucunda Şirket Değeri 1.623.582.676 TL olarak hesaplanmıştır.

7. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Europap Tezol için yapılan değerleme çalışmasında, Çarpan Analizi'ne %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek 1.825.368.163 TL şirket değeri ve 18,25 TL pay bedeli hesaplanmıştır. Söz konusu değerlere %24 halka arz iskontosu uygulanması sonrası, Halka Arz Şirket Değeri 1.387.279.804 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 13,87 TL olarak belirlenmiştir. Son 12 aylık veriler ışığında nihai değer 8,6x FD/VAFÖK ve 9,2x F/K çarpanlarına tekabül etmektedir.

Europap Tezol için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerleme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz. Ayrıca Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket ve sektör hakkında paylaşılan bilgilerin yeterli ve kapsamlı olduğunu düşünüyoruz.

Bununla birlikte, değerleme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

- İNA analizinde dahil edilen Mersin tesisindeki kapasite artışında olası gecikmeler Şirket'in nakit akışını etkileyebilir ve önümüzdeki dönemler için varsayılan VAFÖK marjı beklentilerin altında kalabilir. Ayrıca, selüloz fiyatlarındaki oynaklık Şirket'in marjlarının dalgalanmasına neden olabilir. Mersin tesisindeki yatırımlardaki olası gecikmelerin değerleme üzerinde önemli ölçüde etkisi olabilir.
- Benzer Şirketler Analizi'nde dikkate alınan şirketleri ve izlenen yöntemi genel olarak makul ve anlaşılabilir buluyoruz. Bununla birlikte yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları konusunda bilgi verilebileceğini düşünüyoruz.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri - TL	Birim Pay Değeri - TL
Çarpan Analizi	50%	1,623,582,676	16.24
FD/VAFÖK	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

Kaynak: Tezol Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen veriler ve yöntemler ışığında 13,87 TL'lik pay başına fiyatın makul olduğu kanaatindeyiz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.