

EUROPAP TEZOL KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 10

07 Eylül 2021

1-Raporun Amacı

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 hazırlanmıştır. Rapor da yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Europap Tezol") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 18 Ağustos 2021 tarihli Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-Şirket Hakkında Özet Bilgi

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş., 2000 yılından beri temizlik kağıdı sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket bugün; İzmir ve Mersin'de 2 fabrikada 600'den fazla çalışanı ile yılda 86 bin ton kağıt bobin ve 137 bin ton bitmiş ürün üretim kapasitesine sahiptir. Şirket yurt dışından ithal ettiği selülozu ve/veya ağırlıklı yurtiçinde tedarik ettiği atık kağıdı kullanarak İzmir'de 2, Mersin'de 1 adet bulunan toplam 3 kağıt bobin üretim tesisi (PM1, PM2, PM3) 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. Şirket, ürettiği öz markalı ürünlerin yanı sıra, toplamda 19 adet özel markalı 82 ürün çeşidi ile sektörde faaliyet göstermektedir.

116 öz markalı ürün çeşidine sahip Europap Tezol, tüketici kanalı alanında tescilli 4 ana marka ve ev dışı kullanım kanalı alanında tescilli 2 ana markalı birmiş ürün satışlarıyla elde edilmiştir. Europap Tezol'un 2021/06 itibarıyla son 12 aylık satışları 682 milyon TL, FAVÖK'ü 159 milyon TL ve Net Dönem Karı 150 milyon TL'dir.

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği bitmiş ürün ana grubu altında yer alan öz ve özel markalı; tuvalet kağıdı, kağıt havlu, kağıt peçete ve diğer ürünlerin 2018, 2019, 2020 yıllarında ve 2020/06 ve 2021/06 dönemlerinde tamamına yakını yurt içinde satılmıştır. Söz konusu ürünlerin belirtilen yıllarda gerçekleştirilen satış tutarları ile bunların ana ürün grubu ve toplam satışlar içindeki oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net Satışlar (milyon TL)	2018			2019			2020			2020/06			2021/06		
	Tutar	%*	%**	Tutar	%*	%**	Tutar	%*	%**	Tutar	%*	%**	Tutar	%*	%**
Tuvalet Kağıdı	140.7	50	29	175.3	48	29	177.1	46	27	89.3	47	29	85.8	45	25
Kağıt Havlu	96.8	34	20	127.4	35	21	161.9	42	25	76.4	40	25	85.1	44	25
Kağıt Peçete	43.9	16	9	59.1	16	10	48.5	13	8	24.8	13	8	21.7	11	6
Diğer***	0.1	0	0	0.1	0	0	0	0	0	0.0	0	0	0	0	0
Bitmiş Ürün Satışları	281.5	100	59	361.9	100	59	387.5	100	60	190.5	100	63	192.6	100	56
Net Satışlar (milyon TL)	477.1			612.6			645.6			304.7			341.4		

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

*Bitmiş ürün satışlarındaki pay

**Net satışlardaki pay

***Yukarıdaki kategorilere girmeyen muayene masa örtüsü, klozet kapak örtüsü vb. Ürünlerden oluşmaktadır.

3-Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 20.000.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Bu durumda, Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payların toplam nominal değeri 20.000.000 TL (Ek Satış Dâhil 24.000.000 TL) olacaktır. Halka arz fiyatı 13,87 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 227.400.000 TL (Ek Satış Dâhil 332.880.000 TL) olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 1.387.000.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 08-10 Eylül 2021 tarihleri arasında "Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da (Ek Satışın Tamamının Yapılması Halinde Yıldız Pazar'da) işlem görecektir.

Talep Toplama Tarihleri	08-10 Eylül 2021
Halka Arz Fiyatı	13,87 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	"En İyi Gayret Aracılığı" ve "Sabit Fiyat ile Talep Toplama"
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	100.000.000 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	20.000.000 TL nominal (Ortak Satışı) 4.000.000 TL nominal (Ek Satış) Toplam 20.000.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Hariç) Toplam 24.000.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Dâhil)
Halka Açıklık Oranı	%20 (Ek Satış Dâhil %24)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	100.000.000 TL
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)/ Pazarı	Ana Pazar (Ek Satışın Tamamının Yapılması Halinde Yıldız Pazar)
Tahsisatlar	12.000.000 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%60) 6.000.000 TL Yüksek Başvurulu Yatırımcılar (%30) 2.000.000 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%10)
Taahhütler	<p>Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 6 ay boyunca, Halka Arz Edilen Paylar dışında kalan ve bedelsiz kar payı dağıtımını hariç Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini, bu doğrultuda bir karar alınmayacağını ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya başvuruda bulunulmayacağı ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağını taahhüt etmiştir; hâlihazırda Borsa İstanbul'a kote edilmiş payların yurtdışında başka bir borsaya kote edilmesi ihtimali saklıdır.</p> <p>Şirket ortaklarından Şükrü Erhan Tezol, Mehmet Ersin Tezol, Mine Makbule Kuşçu, Müge Kuşçu, Emine Nesrin Tezol, Ayşe Selda Tezol ve Ömer Şükrü Tezol, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 6 ay boyunca dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını ve/veya herhangi kurum, borsa ve kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağını veya halka arz yapılacağına dair açıklama yapılmayacağını;</p> <p>Şirket ortaklarından Şükrü Erhan Tezol, Mehmet Ersin Tezol, Mine Makbule Kuşçu, Müge Kuşçu, Emine Nesrin Tezol, Ayşe Selda Tezol ve Ömer Şükrü Tezol, Günlük Alım Emri kapsamında alınan paylar dışında Borsa'dan alınan paylar hariç olmak üzere, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa'da satılmayacağını, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağını taahhüt etmişlerdir.</p>
Temettü Politikası	2021 mali yılından başlamak üzere; dağıtılabilir dönem karının, asgari %30'u nakit olmak üzere dağıtılabilir karın asgari toplam %70'inin pay sahiplerine dağıtılması planlanmaktadır.
Günlük Alım Emri	Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 10 işlem günü süre ile halka arz büyüklüğünün %40'ı tutarındaki bir kaynak ile uygulanacaktır.
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Planlanmamaktadır.

4-Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil	
		Nominal Değer (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Sermayeye 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	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

Kaynak: Europap Tezol İzahname

5-Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

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.

Halka arzın başlıca gerekçeleri arasında;

- Kurumsal yapının güçlendirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- İhraççının ve markalarının bilinirliğinin artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- İhraççı paylarının likit hale gelmesi ile kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanı,
- Şirket'in gelecekteki büyümesini finanse etmek için gerekli olması halinde tekrar bir halka arz yapabilecek hale gelmiş olması,
- Gerek mevcut gerekse potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın daha da artırılması sayılabilir.

6-Özet Finansallar

Europap Tezol - Özet Finansallar					
Gelir Tablosu (milyon TL)					
Göstergeler	2018	2019	2020	2020/6A	2021/6A
Satışlar	477,1	612,6	645,6	304,7	341,4
Satışların Maliyeti	325,2	422,7	428,7	200,6	242,2
Brüt Kar	151,9	189,9	216,9	104,1	99,2
Brüt Kar Marjı	31,8%	31,0%	33,6%	34,2%	29,1%
Faaliyet Giderleri	40,4	58,4	69,7	101,0	52,2
Faaliyet Karı	114,8	135,6	163,0	79,6	64,1
Faaliyet Kar Marjı	24,1%	22,1%	25,3%	26,1%	18,8%
Net Finansman Giderleri	-27,0	0,5	-3,3	4,6	15,6
Net Kar	70,6	110,0	136,6	67,7	81,5
Amortisman	9,0	9,8	10,4	5,0	5,9
FAVÖK	123,7	145,4	173,4	84,6	70,0
FAVÖK Marjı	25,9%	23,7%	26,9%	27,8%	20,5%
Bilanço (milyon TL)					
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021	
Nakit ve Nakit Benzerleri	64,0	92,9	154,2	207,6	
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	95,9	121,5	138,1	139,4	
Stoklar	68,7	89,8	137,4	169,0	
Dönen Varlıklar	234,3	310,0	456,9	537,6	
Duran Varlıklar	162,4	171,2	222,3	257,8	
Toplam Varlıklar	396,8	481,2	679,2	795,4	
KV Finansal Borçlar	47,6	43,4	81,1	99,7	
KV Ticari Borçlar	40,5	32,4	41,5	53,3	
KV Yükümlülükler	97,0	87,8	129,3	163,1	
UV Finansal Borçlar	49,7	42,4	80,4	95,8	
UV Yükümlülükler	57,4	54,8	95,5	111,0	
Toplam Yükümlülükler	154,4	142,7	224,8	274,1	
Özkaynaklar	242,3	338,6	454,4	521,3	
Toplam Kaynaklar	396,8	481,2	679,2	795,4	
Net Borç	25,3	-17,7	-18,7	-24,6	
Net Borç/FAVÖK	0,2	-0,1	-0,1	-0,4	

Kaynak: Europap Tezol Bağımsız Denetim Raporu, Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

7-Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Deniz Yatırım'ın hazırladığı 18 Ağustos 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Deniz Yatırım, çarpan analizi yönteminde, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını incelemiştir. Her iki çarpanla yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıkları düşünülmesi nedenleriyle değerlendirme kapsamında çarpanların medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan analizinde değerlendirmeye; BİST'te işlem gören "Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj" sektörü grubu şirketleri ve BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören seçilmiş sanayi şirketleri dâhil edilmiştir.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları 17.08.2021 tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarıda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. 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. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin ortalama ve orta değerlerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

Şirket'in; aktif büyüklüğü, öz kaynak büyüklüğü, güncel hasılat, FAVÖK ve Net Kar tutarları ile bir sanayi şirketi olması dikkate alınarak BİST-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.

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

(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	9,64	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

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

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.

(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

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır.

Deniz Yatırım, söz konusu projeksiyonların değerinin İNA yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; AOSM hesabı yapmış ve buna göre yapılan indirgeme ile 30.06.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen net finansal borcu da dikkate alınarak piyasa değerine ulaşmıştır.

Rapor’da AOSM’nin 2021 yılı için %21, 2022 yılı için %19,6, 2023 yılı için %17,6, 2024 yılından itibaren ise %16,7 olacağı hesaplanmıştır. 2021 dönemi için risksiz faiz oranı olarak 13.11.2030 vadeli 10 yıllık hazine tahviline 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, Türkiye piyasaları için genel uygulama itibarıyla %5,0 - %6,0 aralığında kullanılmaktadır. Risk primi AOSM hesaplamasında %6 olarak alınmıştır. Beta hesaplamasında Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin son 10 yıla ilişkin beta değerleri üzerinden kaldıraçsız beta hesaplaması yapılmış, söz konusu şirketlerin kaldıraçsız beta ortalaması Europap Tezol’un Finansal Borç – Özkaynak dengesi ile kaldıraçlı hale getirilerek yapılan hesaplamaya göre kaldıraçlı beta 0,87’dir. AOSM’de ise beta değeri “1” olarak kullanılmıştır.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde Europap Tezol’un firma değeri 2.003 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket’in 30.06.2021 tarihi itibarıyla 24,6 milyon TL tutarındaki net nakdinin eklenmesiyle ulaşılan piyasa değeri ise 2.027 milyon TL olarak belirlenmiştir.

Serbest Nakit Akımları (milyon TL)	2021 (Temmuz-Aralık)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	103	256	362	451	504	554	610	675	743	822
Yatırım Harcamaları	62	93	15	18	20	22	24	27	29	32
Kapasite Artırım	55,2	81,2								
Sürdürme Yatırımı - Satışların 1.00%	6,5	11,7	15,1	17,7	19,8	21,8	24,0	26,5	29,2	32,3
Net İşletme Sermayesi 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	5,00%
2031 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	-24,60
Şirket Değeri	2.027

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

8-Sonuç

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri sırasıyla %50 ve %50 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Europap Tezol için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde pay başına düşen değer 18,25 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %24 oranında iskonto uygulanarak Şirket’in halka arz fiyatı 13,87 TL olarak belirlenmiştir.

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 - Piyasa Değeri < 5 milyar TL	1.493.510.233	1.795.038.044

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Yaklaşımı	Şirket Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	2.027.153.649

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri TL
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		24,0%	
Halka Arz Firma Değeri		1.387.279.804	13,87

Kaynak: Deniz Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Deniz Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Europap Tezol fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket’in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılandırılmış açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem “Piyasa Çarpanları” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca Çarpan analizinde, Şirket’in faaliyet konusu ve işleyişi düşünüldüğünde Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Ambalaj sektörü ile Piyasa Değeri 5 milyar TL’nin altındaki Yıldız Pazar – Seçilmiş Sanayi Şirketleri’nin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının da makul olduğu görüşündeyiz.
- Uygulanan %24 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekinçelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Europap Tezol için %24 halka arz iskontosuyla 13,87 TL halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.