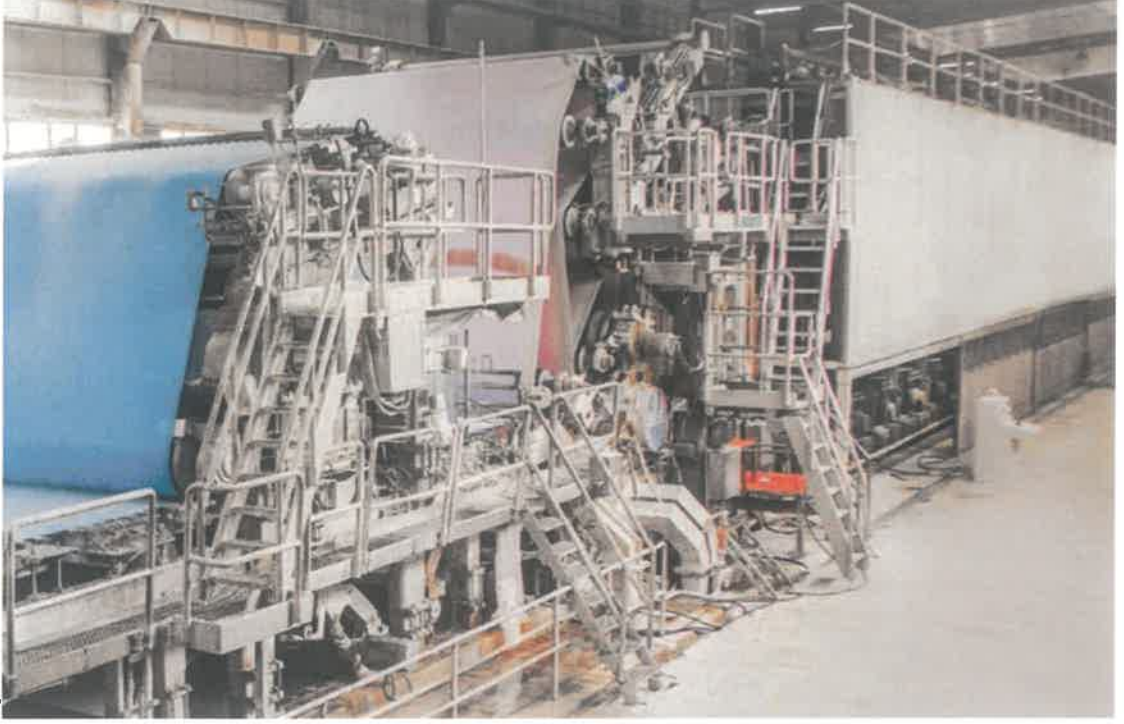




# **KONYA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ FİYAT TESPİT RAPORU**

**26 Ekim 2021**

  
**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

|                                                                              |    |
|------------------------------------------------------------------------------|----|
| KISALTMALAR .....                                                            | 4  |
| 1. RAPOR BİLGİLERİ .....                                                     | 5  |
| Raporun Amacı .....                                                          | 5  |
| Etik İlkeler .....                                                           | 5  |
| Sorumluluk Beyanı .....                                                      | 5  |
| Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan ve Proje Ekibi .....                        | 6  |
| 2. YÖNETİCİ ÖZETİ .....                                                      | 9  |
| 3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ .....                                               | 12 |
| 3.1 Genel Bakış .....                                                        | 12 |
| 3.1.1. Faaliyetlerin Gelişmesinde Önemli Olaylar .....                       | 12 |
| 3.2. Finansal Tablolar .....                                                 | 14 |
| 4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM .....                                                    | 26 |
| 5. DEĞERLEME ANALİZİ .....                                                   | 29 |
| 5.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi .....                                  | 31 |
| 5.1.1. Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples) .....           | 31 |
| 5.1.2. Benzer İşlem Çarpanları Analizi (Transaction Multiples) .....         | 31 |
| 5.1.3. Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler .....                        | 32 |
| 5.1.4. Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi .....                        | 32 |
| 5.1.5. Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Analizi .....                         | 34 |
| 5.1.7. Yurtiçi BIST Orman Kağıt Basım Endeks Şirketleri Çarpan Analizi ..... | 35 |
| 5.1.7. Yurtiçi BIST 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri .....     | 35 |
| 5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi .....                                | 36 |
| Gelir Analizleri .....                                                       | 37 |
| 6. DEĞERLEME VE SONUÇ .....                                                  | 42 |

  
**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## TABLÖLAR

|                                                                                                       |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tablo 1 Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü .....                                      | 10 |
| Tablo 2 Halka Arza İlişkin Bilgiler .....                                                             | 10 |
| Tablo 3 Gelir Tablosu .....                                                                           | 14 |
| Tablo 4 Net Satışlar .....                                                                            | 15 |
| Tablo 5 Kar Marjları Tablosu .....                                                                    | 16 |
| Tablo 6 FAVÖK ve FAVÖK Marjı .....                                                                    | 16 |
| Tablo 7 Faaliyet Giderleri .....                                                                      | 16 |
| Tablo 8 Genel Yönetim Giderleri .....                                                                 | 17 |
| Tablo 9 Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri .....                                                    | 18 |
| Tablo 10 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler .....                                                     | 19 |
| Tablo 11 Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar .....                                               | 19 |
| Tablo 12 Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler .....                                                      | 20 |
| Tablo 13 Yatırım Faaliyetlerinden Giderler .....                                                      | 20 |
| Tablo 14 Finansman Gelirleri ve Giderleri .....                                                       | 20 |
| Tablo 15 Finansman Giderleri .....                                                                    | 20 |
| Tablo 16 Kur Farkı Gelir / Gideri .....                                                               | 21 |
| Tablo 17 Bilanço .....                                                                                | 21 |
| Tablo 18 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar .....                                              | 23 |
| Tablo 19 Net Borç / Net Nakit .....                                                                   | 24 |
| Tablo 20 Likidite Oranları .....                                                                      | 25 |
| Tablo 21 Mali Oranlar .....                                                                           | 25 |
| Tablo 22 Kağıt Üretimi .....                                                                          | 26 |
| Tablo 23 Net Satışlar .....                                                                           | 27 |
| Tablo 24 İthalatın Alt Gruplara Göre Dağılımı .....                                                   | 28 |
| Tablo 25 Değerleme Yaklaşımlarının Güçlü ve Zayıf Yönleri .....                                       | 30 |
| Tablo 26: Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler .....                                              | 32 |
| Tablo 27: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri .....                                            | 32 |
| Tablo 28: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri Hesabı .....                   | 34 |
| Tablo 29: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Değerleri .....                                             | 34 |
| Tablo 30: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı .....                       | 35 |
| Tablo 31: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeksi Şirketleri Çarpanları .....                        | 35 |
| Tablo 32: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeks Şirketleri Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri ..... | 35 |
| Tablo 33: Brüt ve Net Satış Gelirleri .....                                                           | 37 |
| Tablo 34: Satılan Mal Maliyeti .....                                                                  | 38 |
| Tablo 35: Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL) .....                                         | 38 |
| Tablo 36: Toplam Faaliyet Giderleri .....                                                             | 38 |
| Tablo 37: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri .....                                                  | 38 |
| Tablo 38: Genel Yönetim Giderleri .....                                                               | 39 |
| Tablo 39: FAVÖK hesaplaması .....                                                                     | 39 |
| Tablo 40: Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi .....                                                  | 39 |
| Tablo 41: Yatırım Harcamaları ve Amortisman (mn TL) .....                                             | 40 |
| Tablo 42: AOSM Hesaplaması .....                                                                      | 40 |
| Tablo 43: Borç Maliyeti Hesaplaması .....                                                             | 41 |
| Tablo 44: İndirgenmiş Nakit Akışları .....                                                            | 41 |
| Tablo 45: Değerleme Yöntemleri Sonuçları .....                                                        | 42 |
| Tablo 46: Halka Arz İskontosu ve Pay Değeri Hesabı .....                                              | 42 |

## KISALTMALAR

|                                                           |                                                                                                                            |
|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| A.Ş.                                                      | Anonim Şirket                                                                                                              |
| ABD \$, USD                                               | Amerikan Doları                                                                                                            |
| Aracı Kuruluş, Halk Yatırım,<br>Konsorsiyum Lideri, HALKI | Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.                                                                                          |
| AR-GE                                                     | Araştırma ve Geliştirme                                                                                                    |
| BERA, Halka Arz Eden Pay<br>Sahibi, Holding               | Bera Holding A.Ş.                                                                                                          |
| BIST, Borsa, BİAŞ, Borsa<br>İstanbul                      | Borsa İstanbul A.Ş.                                                                                                        |
| BSMV                                                      | Banka Sigorta Muamele Vergisi                                                                                              |
| ÇED                                                       | Çevresel Etki Değerlendirmesi                                                                                              |
| Esas Sözleşme                                             | Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Esas Sözleşmesi                                                                         |
| FAVÖK                                                     | Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar                                                                                       |
| Force Majeure                                             | Olağanüstü Durum                                                                                                           |
| FSC (Forest Stewardship<br>Council)                       | Orman İdare Konseyi                                                                                                        |
| FVÖK                                                      | Faiz ve Vergi Öncesi Kar                                                                                                   |
| İhraççı, Şirket, Ortaklık                                 | Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                                                                         |
| Konya Kağıt A.Ş.                                          | Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi                                                                               |
| KAP                                                       | Kamuyu Aydınlatma Platformu                                                                                                |
| KDV                                                       | Katma Değer Vergisi                                                                                                        |
| Konya Kağıt A.Ş. (Eski Unvanı -<br>Kombassan A.Ş.)        | Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (Eski<br>Adı - Kombassan Kâğıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi<br>Ticaret A.Ş.) |
| M <sup>2</sup> , m <sup>2</sup>                           | Metre Kare                                                                                                                 |
| Md                                                        | Madde                                                                                                                      |
| MDF                                                       | Orta Yoğunlukta Lif Levha                                                                                                  |
| MDV                                                       | Maddi Duran Varlık/ Varlıklar                                                                                              |
| Mn, mn                                                    | Milyon                                                                                                                     |
| MW                                                        | Mega Watt                                                                                                                  |
| OSB                                                       | Organize Sanayi Bölgesi                                                                                                    |
| Pay Tebliği                                               | 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de<br>yayımlanan Pay Tebliği (VII-128.1)                                     |
| PK                                                        | Posta Kutusu                                                                                                               |
| OSB                                                       | Organize Sanayi Bölgesi                                                                                                    |
| ROA                                                       | Return of Assets (Aktif Karlılık Oranı)                                                                                    |
| ROE                                                       | Return on Equity (Özkaynak Karlılık Oranı)                                                                                 |
| SPK, Kurul                                                | Sermaye Piyasası Kurulu                                                                                                    |
| SPKn.                                                     | 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu                                                                                        |
| T.C.                                                      | Türkiye Cumhuriyeti                                                                                                        |
| TL                                                        | Türk Lirası                                                                                                                |
| TSE                                                       | Türk Standartları Enstitüsü                                                                                                |
| TTKn veya TTK                                             | 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu                                                                                            |
| TTSG                                                      | Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi                                                                                             |
| VÖK                                                       | Vergi Öncesi Kar                                                                                                           |

## 1. RAPOR BİLGİLERİ

### Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket) arasında 22 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerın Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### Etik İlkeler

Şirket'in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

### Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

## **Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan ve Proje Ekibi**

İşbu Fiyat Tespit Raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir.

Şirket ile 22 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arz Aracılık Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen ve işbu Fiyat Tespit Raporunun 7. sayfasında yer alan etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

## **Proje Ekibi**

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 50 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

**Bülent Sezgin**, 1997 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Bölümü'nden mezun olan Sezgin, 1997 yılında sermaye piyasalarında başladığı meslek hayatında 2011 yılına kadar sektörde çeşitli kademelerde görev almıştır. 2011 yılında Kurumsal Finansman Müdürü göreviyle başladığı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'deki çalışma hayatını, 2012 Aralık ayı itibarıyla Kurumsal Finansman ve Hazine'den sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak sürdürmüştür. 20.10.2020 tarihi itibarıyla Şirket Genel Müdürlüğünü yürütmekte olan, , aynı zamanda Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapan Bülent Sezgin Kurumsal Finansman ve Danışmanlık, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Bülent Sezgin, ayrıca SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 201018).

**Zafer Mustafaoğlu**, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Birimi'nde Direktör pozisyonunda çalışmakta olup, sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü'nden 1990 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

**Menevşe Özdemir Dilidüzgün**, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 10 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak

tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nde Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

**Recep Bozkurt**, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Birimi'nde Yönetici pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 8 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Erciyes Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2000 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise New York Teknoloji Enstitüsü, İşletme Bölümü'nden tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 206166).

#### **Sınırlayıcı Şartlar**

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket'in 30.06.2021, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 dönemi finansal tabloları ve Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, Değerleme Çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Halk Yatırım, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler kamuya açık kaynaklar, Bloomberg adlı veri sağlayıcı platform kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

#### **Müşteri, Kullanım, dağıtım ve yayınlanma kısıtlamaları**

Şirket ile 22 Ocak 2021 tarihinde imzalanmış olan “Halka Arz Aracılık Sözleşmesi” kapsamında hazırlanan bu rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği’nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu rapor Şirket’in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128. 1 sayılı Pay Tebliğ hükümleri gereğince KAP’da yayınlanacak olan bu rapor Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

#### **Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi**

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının (6,95 TL pay değeri hesaplanmıştır) nominal değeri olan 1 TL’nin üzerinde olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplamasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

#### **Kullanılan Değer Esası**

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

Piyasa Yaklaşımı için Pazar Değeri

Gelir Yaklaşımı için Makul Değer dikkate alınmıştır.

UDS’nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer sırası ile 30.1 ve 50.1 uyarınca aşağıda tanımlanmıştır.

**Pazar Değeri** - Pazar değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

**Makul Değer** - Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır. Aynı zamanda 50.4 maddesi ile makul değer kullanımı örnek olarak “Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi” ifadesi doğrultusunda Gelir Yaklaşımı’nda kullanılmıştır.

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 2. YÖNETİCİ ÖZETİ

26 Ekim 2021 tarihli bu rapor, 22 Ocak 2021 tarihinde Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Konya Kağıt", "İhraççı" veya "Şirket") ile Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in Özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 7. sayfada yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket'in 30.06.2021, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 dönemi finansal tabloları ve Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Halk Yatırım Değerleme Çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, Halk Yatırım'ın bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Halk Yatırım, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Kullanılan finansal bilgiler şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler, Halk Yatırım değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmeye birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") analizi sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in değerlemesinde Çarpan Analizleri %50 ve İNA %50 ağırlıklandırılmış olup, 1.144,8 mn TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Sermayesi 130.000.000 TL olan Şirket'in halka arz

pay başına değeri 8,81 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %21,08 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 903,5 mn TL, pay başına değer ise 6,95 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz %20 oranında mevcut ortaklardan Bera Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 26.000.000 TL nominal değerli 26.000.000 adet payın satışı yoluyla yapılacaktır. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 180,7 mn TL olup, halka açıklık oranı %20 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 1 Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü**

| (Bin TL)                                                  | Özsermaye<br>Değeri | Ağırlık Özsermaye<br>(%) | Özsermaye<br>Değeri |
|-----------------------------------------------------------|---------------------|--------------------------|---------------------|
| İndirgenmiş Nakit Akışları                                | 1.064.263           | 50,0%                    | 532.132             |
| Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları - YD          | 952.674             | 12,5%                    | 119.084             |
| Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları - YD           | 1.402.956           | 12,5%                    | 175.370             |
| Piyasa Yaklaşımı - BIST100                                | 764.468             | 12,5%                    | 95.558              |
| Piyasa Yaklaşımı - BIST KAGIT                             | 1.781.001           | 12,5%                    | 222.625             |
| <b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>                          |                     |                          | <b>1.144.769</b>    |
| <b>Ödenmiş Sermaye</b>                                    |                     |                          | <b>130.000</b>      |
| <b>Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)</b>                   |                     |                          | <b>8,81</b>         |
| <b>Halka Arz İskontosu</b>                                |                     |                          | <b>21,08%</b>       |
| <b>İskonto Sonrası Halka Arz Satış Fiyatı Değeri (TL)</b> |                     |                          | <b>6,95</b>         |
| <b>İskonto Sonrası Özkaynak Değeri</b>                    |                     |                          | <b>903.500</b>      |
| <b>Halka Arz Edilen Nominal Pay Sayısı</b>                |                     |                          | <b>26.000</b>       |
| <b>Halka Arz Büyüklüğü</b>                                |                     |                          | <b>180.700</b>      |

**Tablo 2 Halka Arza İlişkin Bilgiler**

#### **Halka Arz Bilgileri**

|                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>İhraççı</b>                   | Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Halka Arz Eden Pay Sahibi</b> | Bera Yatırım Holding A.Ş.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Konsorsiyum Lideri</b>        | Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>Halka Arz Şekli</b>           | Sabit Fiyat ile Talep Toplama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Çıkarılmış Sermaye</b>        | 130.000.000 TL                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>Talep Toplama Tarihleri</b>   | Daha sonra belirlenecektir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Halka Arz Yapısı</b>          | Ortak Satışı: 26.000.000 TL nominal değerli pay                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Halka Açıklık Oranı</b>       | 20,00%                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Tahsisat Grupları</b>         | %30 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar<br>%30 Yüksek Başvurulu Yatırımcılar<br>%30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar<br>%10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Fiyat</b>                     | Pay Başına 6,95 TL<br>Şirket, 30.09.2021 tarih ve 2021/35 sayılı yönetim kurulu kararına istinaden verdiği taahhüt ile Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca, bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, maliki olabileceği Şirket paylarını satmayacağını, devretmeyeceğini, rehnetmeyeceğini veya bu paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını, bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem |
| <b>Satmama Taahhütleri</b>       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

yapmayacağını ve yönetim kontrolüne sahip olduğu herhangi bir iştirak ya da bağı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasını sağlayacağını taahhüt etmiştir.

**Fiyat İstikrarı**

Planlanmaktadır.

**Fiyat İstikrarı Süresi**

Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün

---

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### 3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

#### 3.1 Genel Bakış

Şirket, Karaman 2. Asliye Hukuk Mahkemesi'nin 23 Haziran 1995 tarihli ve 1995/60 esas sayılı kararı ile 28 Haziran 1995 tarihinde "Tuş Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi" unvanı ile süresiz olarak kurulmuştur. Şirket'in 20 Haziran 2003 tarihli yapılan olağanüstü genel kurul toplantısında "Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş." olarak değişen ünvanı, 18.12.2020 tarihli Genel Kurul Kararı ile Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş olup, durum Konya Ticaret Sicil Müdürlüğüne 21.12.2020 tarihinde tescil edilmiştir. Mevcut durum itibarıyla Şirket, fiilen kağıt ve defter üretimi ile matbaa-ambalaj faaliyeti ve Elektrik Piyasası mevzuatı uyarınca esas olarak kendi elektrik ve buhar enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere Üretim Lisansı çerçevesinde elektrik enerjisi üretiminde bulunmaktadır.

#### 3.1.1. Faaliyetlerin Gelişmesinde Önemli Olaylar

Aşağıda Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmenin önemli aşamaları yer almaktadır.

"Bugün itibarıyla tüzel kişiliği devam eden Şirket, Karaman 2. Asliye Hukuk Mahkemesi'nin 23 Haziran 1995 tarihli ve 1995/60 esas sayılı kararı ile 28 Haziran 1995 tarihinde "Tuş Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi" unvanı ile kuruluş sermayesinin %99'u Ömer Lütfi Yüksek, %0,25'i Ayşe Yüksek, %0,25'i Önder Yüksek, %0,25'i Ahmet Şükrü Demirkurt ve %0,25'i Ömer Faruk Demirkurt tarafından taahhüt edilmek suretiyle süresiz olarak kurulmuştur. Konya Kağıt'ın kuruluş esas sözleşmesi 13 Temmuz 1995 tarih 3827 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde ("TTSG") ilan edilmiştir. Şirket, kuruluşunda Karaman Ticaret Sicil Müdürlüğü'ne 5132 sicil numarası ile kayıtlıdır. Şirket, 29 Mayıs 2003 tarihinde Konya Ticaret Sicil Müdürlüğüne tescil edilen 03 Haziran 2003 tarih 5811 sayılı TTSG'de yayımlanan merkez naklini takiben Konya Ticaret Sicil Müdürlüğü'nün 27094 sicil numarası ile faaliyet göstermeye devam etmektedir.

Şirket'in 20 Haziran 2003 tarihli yapılan olağanüstü genel kurul toplantısında unvanı "Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş." olarak değiştirilmiş, değişiklik 01 Temmuz 2003 tarih 5831 sayılı TTSG'de yayımlanarak ilan edilmiştir.

Üretim faaliyetinin yürütüldüğü Şirket, esas itibarıyla 27/12/1988 tarihinde Ticaret Sicilinde tescil ve 30/12/1988 tarih ve 2178 sayılı TTSG'de ilan edilerek kurulan Kombassan Konya Matbaa Basım Ambalaj İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ünvanı ile Bera Grubu içerisinde yer alan şirkettir. Ancak, yukarıda belirtilen bu şirket, Bera Holding merkezi tarafından yapılan vergisel avantajın kullanılmasına ilişkin planlama kapsamında Bera Grubu'nun bünyesinde bulunan ve birleşme tarihi itibarıyla ünvanı Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş. olan Şirket'e devrolunmak suretiyle 25/08/2003 tarihli genel kurul kararları ile birleşmiştir.

Ana sözleşmenin 1. maddesi, Kombassan Kağıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş. ile Kombassan Konya Matbaa Basım Ambalaj İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmalarının birleşmesi sonucu 25/08/2003 tarihli Genel Kurul kararları ile kabul edilmiş olup madde son şeklini almıştır. (Genel Kurullar 29/08/2003 tarihinde tescil edilerek 03/09/2003 tarih ve 5877 sayılı TTSG'nin 245 - 246 ve 359. sayfalarında ilan edilmiştir.) Birleşme işlemi TTK'nın (6762 sayılı eski TTK) 451 ve diğer maddeleri hükümlerine ve kurumlar vergisi kanunun (5422 sayılı eski kanun) 37, 38 ve 39.maddelerine göre aktif ve pasifi ile devir olmak suretiyle birleşme olarak gerçekleşmiştir. Birleşme sebebiyle yapılan sermaye artırımını, Konya 1. Asliye Ticaret Mahkemesi'nin 2003 / 1542 D. İş sayılı kararı ve 2003 / 1542 D. İş sayılı bilirkişi raporu ile tespit edilmiştir.

2004 yılında 5,5 MW Gücünde Koojenerasyon esaslı üretim tesisi kurularak doğalgazdan elektrik ve buhar üretimine başlanmıştır. Üretilen bu enerjinin tamamına yakını kağıt üretim tesisinde kullanılmaktadır.

Şirket'in, Karıştırıcı yolu üzeri PK 42 Muratlı / TEKİRDAĞ adresindeki karton üretim tesisi olarak faaliyet gösteren Muratlı Şubesi 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunun 19 ve 20. maddeleri ve T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı ile T.C. Ticaret Bakanlığının "Anonim ve Limited Şirketlerin Kısmi Bölünme İşlemlerinin Usul ve Esaslarının Düzenlenmesi Hakkında Tebliğ" hükümleri uyarınca kendi bünyesinden kısmi bölünme suretiyle yeni kurulacak Karıştırıcı yolu üzeri PK 42 Muratlı / TEKİRDAĞ adresindeki Muratlı Karton Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'ne mal varlığının belirli unsurlarını aynı sermaye olarak tahsis etmek ve karşılığında yeni kurulacak şirketten bu tahsise isabet eden sermaye paylarını Şirket'in ortakları tarafından iktisap edilmek suretiyle kısmi bölünmeye girmiştir. Kısmi bölünme nedeniyle meydana gelecek sermaye azalması eş zamanlı olarak yapılan sermaye artırımını ile giderilmiştir. Bölünmeye ilişkin hususlar 30.05.2007 tarihinde tescil edilerek 14.06.2007 tarih ve 6830 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinin 564 - 568. sayfalarında ilan edilmiştir.

2011 ve 2012 yıllarında Kağıt ve Matbaa Ambalaj Tesislerinde kapasite ve verimlilik artırıcı büyük revizyon yatırımları, 2017 yılında TÜBİTAK Sanayi Ar-Ge Projesi olarak Tam Otomatik Geri Kazanımlı Enerji Tasarrufu ve Su Giderme Sistemi ve Yazılımı yapılmıştır.

21.12.2020 tarihinde Konya Ticaret Sicil Müdürlüğü'nce tescil edilerek 28.12.2020 tarih ve 10233 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanan unvan tadilatını da içeren Esas Sözleşme değişikliği ile Şirket'in ünvanı "KONYA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ" olarak değiştirilmiştir.

Şirket'in kağıt üretimi konusunda doğaya, ormana ve çevreye duyarlılıkla ilgili olarak tüm dünyada geçerliliği olan SGS United Kingdom Ltd. tarafından Şirket'e verilmiş olan 04.06.2020 tarihli ISO 9001:2015 sertifika belgesi ve FSC (Forest Stewardship Council) tarafından verilmiş bulunan fotokopi kağıdı, defter, paketleme ve baskılı materyallere ilişkin 10.01.2017 tarihli FSC Kayıt Belgesi bulunmaktadır. Ek olarak, Şirket'in matbaa tesislerinde üretilen ambalaj ürünlerinden özellikle gıda ambalajı için kullanılacak ürünlerin ilaveten satıldığı ülkelerin gıda standartlarına ve kodlarına uyum göstermelidir.

Sayılan sertifikasyonların şartlarını sağlamak ve muhafaza etmek, yeni çıkabilecek mevzuat ve kodlara ivedilikle uyum sağlayabilmek Şirket'in satış ve ihracat faaliyetleri için önem arz etmektedir. Şirket gelecekte değişen gereklileri zamanında yerine getiremez veya getirmemeyi tercih ederse, söz konusu sertifikaları kaybedebileceği gibi, uyumsuzluklar nedeniyle ilgili pazarlarda satış yapma yeteneğini de yitirebilir. Bu durum Şirket'in ihracat satışlarının azalmasına ve beklenen ekonomik faydanın elde edilememesine neden olabilir.

Şirket'in üretim faaliyetlerinin çevreye etki oranı ve zarar verme riski yüksek niteliktedir.

Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği tahtında hazır selülozdan ve /veya atık kağıttan her çeşit karton, kağıt veya mukavva üretimi yapan tesisler çevre izni veya çevre izin ve lisans belgesi almakla yükümlü kılınan Çevreye Kirlenici Etkisi Yüksek Düzeyde Olan İşletmeler (Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği Ek-1) listesinde yer almaktadır. Şirket'in Konya ve Güneşli tesisi için Çevre İzin Belgesi bulunmaktadır.

Şirket gerekli izinlere ve ÇED belgelerine sahip bulursa dahi hava emisyonu, atık depolama ve bertaraf edilmesinin yönetimi kapsamında mevzuat gereklerini yerine getirmekle yükümlüdür. Şirket, çeşitli düzenleyici kurumlar tarafından gerçekleştirilen denetimlere tabi

olabilecektir. Bu denetimlerde tespit edilen aykırılıklar, Şirket için olumsuz operasyonel ve finansal sonuçlara yol açabilir. Ek olarak sayılan idari riskler kapsamında Şirket şikayetler, soruşturmalar ve davalar ile karşı karşıya kalabilir, bu süreçler sonucunda maliyetleri artabilir ve itibarı zarar görebilir.

Şirket üretim faaliyetleri iş güvenliği ve iş kazası riskleri barındırmaktadır. Şirket bu riski bertaraf etmek kapsamında gerekli danışmanlık hizmetini almakta ve önlemleri hayata geçirmektedir. Söz konusu kanun ve düzenlemelerde veya bunların yorumlanmasında meydana gelebilecek değişiklikler ya da söz konusu kanuni ve diğer düzenlemelerin ihlal edilmesi, Şirket'in faaliyetleri, mali durumu üzerinde olumsuz etkiye neden olabilir.

Şirket'in 29.04.2021 tarihinde yapılan 2020 yılı Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda Sermaye Piyasası Kurulu ve Ticaret Bakanlığı tarafından onaylanan esas sözleşmeyi Sermaye Piyasası Mevzuatına uyumlu hale getiren Esas Sözleşme Tadil tasarısı kabul edilmiş ve 06.05.2021 tarihinde Konya Ticaret Sicil Müdürlüğü'nce tescil edilerek 07.05.2021 tarih ve 10325 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi'nde yayımlanmıştır.

### 3.2. Finansal Tablolar

Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 dönemlerine ait kar/zarar tablosu aşağıda verilmiştir.

Tablo 3 Gelir Tablosu

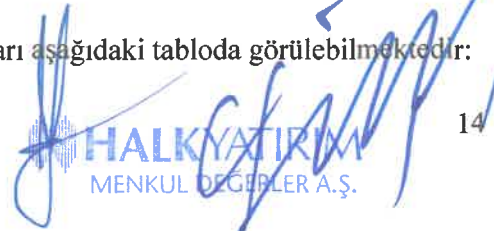
| Kapsamlı Kâr ya da Zarar Tablosu (TL)                                        | 01.01.2018–<br>31.12.2018 | 01.01.2019–<br>31.12.2019 | 01.01.2020–<br>31.12.2020 | 01.01.2020–<br>30.06.2020 | 01.01.2021–<br>30.06.2021 |
|------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| <b>Hasılat</b>                                                               | <b>377.899.026</b>        | <b>399.825.062</b>        | <b>407.964.886</b>        | <b>224.309.835</b>        | <b>289.500.765</b>        |
| Satışların Maliyeti (-)                                                      | (275.964.566)             | (322.983.190)             | (305.953.304)             | (165.192.413)             | (226.761.263)             |
| <b>Brüt Kar/Zarar</b>                                                        | <b>101.934.460</b>        | <b>76.841.872</b>         | <b>102.011.582</b>        | <b>59.117.422</b>         | <b>62.739.502</b>         |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                                                  | (14.358.705)              | (16.890.170)              | (21.122.741)              | (10.301.556)              | (13.354.798)              |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)                                    | (11.443.598)              | (18.016.350)              | (23.446.215)              | (10.482.212)              | (11.560.524)              |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                                           | 26.113.369                | 7.084.111                 | 13.514.973                | 6.237.491                 | 12.083.078                |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)                                       | (24.277.462)              | (7.450.162)               | (6.449.829)               | (2.716.738)               | (2.799.344)               |
| <b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>                                             | <b>77.968.064</b>         | <b>41.569.301</b>         | <b>64.507.770</b>         | <b>41.854.407</b>         | <b>47.107.914</b>         |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                                            | 193.407                   | 39.017                    | 181.258.373               | --                        | 2.042.684                 |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)                                        | (413.914)                 | --                        | (42.645.577)              | --                        | --                        |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar | (703.674)                 | (7.130.648)               | --                        | 29.549.883                | 1.293.906                 |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı</b>                          | <b>77.043.883</b>         | <b>34.477.670</b>         | <b>203.120.566</b>        | <b>71.404.290</b>         | <b>50.444.504</b>         |
| Finansman Giderleri (-)                                                      | (52.207.699)              | (21.370.960)              | (23.513.504)              | (9.279.907)               | (9.708.770)               |
| Finansman Gelirleri                                                          | 37.577.680                | 12.178.504                | 20.023.245                | 10.393.326                | 11.370.168                |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>                       | <b>62.413.864</b>         | <b>25.285.214</b>         | <b>199.630.307</b>        | <b>72.517.709</b>         | <b>52.105.902</b>         |
| Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-) / Geliri                             | (16.767.486)              | (6.603.660)               | (29.159.051)              | (6.200.873)               | (11.687.071)              |
| <b>DÖNEM KARI/(ZARARI)</b>                                                   | <b>45.646.378</b>         | <b>18.681.554</b>         | <b>170.471.256</b>        | <b>66.316.836</b>         | <b>40.418.831</b>         |
| <b>Pay Başına Kazanç</b>                                                     | <b>0,35</b>               | <b>0,14</b>               | <b>1,31</b>               | <b>0,51</b>               | <b>0,31</b>               |

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

### Hasılat, Satışların Maliyeti ve Brüt Karlılık

Şirket'in 2020 yılı hasılat performansı 2019 ve 2018 yıllarına göre büyük değişimler göstermemiş stabil düzeyde artışlar göstermiştir. 2019 yılında yurtdışına yapılan satışlar artmış ve 2020 yılında da bu artış korunmuştur. 2021 yılı ilk altı aylık hasılat performansı 2020 yılı ilk altı ayına göre %29 oranında artış göstermiştir.

Finansal dönemleri itibarıyla Şirket'in net satış tutarları aşağıdaki tabloda görülebilmektedir:

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 4 Net Satışlar**

| Faaliyet Kategorileri | 01.01.-<br>30.06.2021 | Oran<br>(%) | 01.01.-<br>31.12.2020 | Oran<br>(%) | 01.01.-<br>31.12.2020 | Oran<br>(%) | 01.01.-<br>31.12.2018 | Oran<br>(%) |
|-----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|
| Bobin, ebat, fotokopi | 197.133.552           | 68,1        | 274.868.108           | 67,4        | 269.870.082           | 67,5        | 265.597.915           | 70,3        |
| Matbaa                | 20.548.716            | 7,1         | 34.217.205            | 8,4         | 39.879.467            | 9,9         | 42.998.325            | 11,4        |
| Defter                | 2.713.253             | 0,9         | 3.506.751             | 0,9         | 7.628.780             | 1,9         | 6.117.672             | 1,6         |
| Ambalaj kutuları      | 66.240.494            | 22,9        | 91.240.693            | 22,3        | 73.819.745            | 18,5        | 58.309.155            | 15,4        |
| Palet                 | 220.532               | 0,1         | 334.410               | 0,1         | 236.439               | 0,1         | 509.038               | 0,1         |
| Hurda matbaa          | 1.892.743             | 0,7         | 1.837.495             | 0,4         | 1.700.313             | 0,4         | 1.380.466             | 0,4         |
| Ticari mal ve diğer   | 751.475               | 0,3         | 1.960.224             | 0,5         | 6.690.236             | 1,7         | 2.986.455             | 0,8         |
| <b>Net Satışlar</b>   | <b>289.500.765</b>    |             | <b>407.964.886</b>    |             | <b>399.825.062</b>    |             | <b>377.899.026</b>    |             |

Şirket'in ürün grupları bazında satış oranları son 3 yılda ve 2021 yılı ilk 6 ayında esaslı bir değişime uğramamıştır. Bununla birlikte yazı tabı kağıdının ciro içindeki payı %2 düzeyinde düşerken, baskı esaslı matbaacılık geliri %4 gerilemiş, Bununla birlikte yukarıda açıklanan değişen tüketim alışkanlıkları ve dijitalleşmenin getirdiği yönelimler çerçevesinde ambalaj kutusuna yönelik matbaacılık geliri %7 düzeyinde artmıştır. Ek olarak, plastik türevi petrokimya ürünü hammaddelerden ve diğer alternatif girdilerden ambalajlar da üretilebilmektedir. Söz konusu hammaddelerin maliyetlerinin kağıda göre düşük kalması durumunda kurumsal müşteriler bu tür ambalaj kullanımına yönelebilir. Böyle bir gelişme Şirket'in kutu ambalaj satışı faaliyetlerini olumsuz etkileyebilecektir.

2019 yılında işçilik maliyetleri, genel üretim giderleri, amortisman giderleri ile beraber dönem içerisindeki yarı mamul, mamul ve ticari mallardaki alımların artmasından dolayı satışların maliyeti önceki döneme göre %17 oranında artış göstermiştir. 2020 yılında satış fiyatlarında artış olmasına karşın, 2019 yılından devreden stoğun etkisi ile satışların maliyeti 2019 yılına göre daha düşük gerçekleşmiştir. 2021 yılı ilk altı ayında satışların maliyeti 2020 yılının ilk altı ayına göre kurlardan yaşanan artış ve etkisini gösteren pandemiden dolayı oransal olarak %7 oranında artmıştır.

Şirket 2019 yılında 76.841.872 TL brüt kar etmesine karşın, 2020 yılında 102.011.582 TL brüt kar elde ederek, brüt karlılıkta %30'un üzerinde bir artış yaşamıştır. 2018 yılında %26,97 olan brüt karlılık, 2019 yılında %19,22 ve 2020 yılında %25,0 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2021 yılı ilk altı ay brüt kar marjı %21,67 ve 2020 yılı ilk altı ay brüt kar marjı %26,36'dır.

Aşağıdaki tabloda Şirket'e ait Brüt Kâr Marjı, Faaliyet Kâr Marjı, Net Kâr Marjı, Özkaynak Karlılık Oranı (ROE) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) verilmiştir. Şirket'in 2020 yılı özkaynak karlılık oranı (ROE) %21,60 olarak gerçekleşmişken, aktif karlılık oranı %17,20 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında 2019 yılına göre Faaliyet Kar Marjı ve Net Kar Marjı da gelişme göstermiştir.

01 Ocak – 30 Haziran 2021 faaliyet döneminde Brüt Kar Marjı %21,67, Faaliyet Karı %16,3, Net Kar Marjı %13,96, Özkaynak Karlılık Oranı %5,11 ve Aktif Karlılık Oranı %4,09 olarak gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerlemesi sonucu oluşan yaklaşık 120 milyon liralık gelir, 2020 yılı net kar marjının yüksek oranda çıkmasına katkı sağlamıştır.

**HALK YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 5 Kar Marjları Tablosu**

|                                      | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2018 | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2019 | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2020 | 01 Ocak - 30<br>Haziran 2021 |
|--------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------------|
| <b>Brüt Kar Marjı</b>                | 26,97%                      | 19,22%                      | 25,00%                      | 21,67%                       |
| <b>Faaliyet Kar Marjı</b>            | 20,63%                      | 10,40%                      | 15,81%                      | 16,27%                       |
| <b>Net Kar Marjı</b>                 | 12,08%                      | 4,67%                       | 41,79%                      | 13,96%                       |
| <b>Özkaynak Karlılık Oranı (ROE)</b> | 7,68%                       | 3,23%                       | 21,60%                      | 5,11%                        |
| <b>Aktif Karlılık Oranı(ROA)</b>     | 5,79%                       | 2,10%                       | 17,20%                      | 4,09%                        |

Aşağıdaki tabloda Şirket'in FAVÖK ve FAVÖK Marjı durumu verilmiştir. Şirket'in 2019 yılında karlılık durumu ve 2020 yılında karlılık konusunda yaşadığı iyileşme FAVÖK ve FAVÖK marjlarında görülebilmektedir. 2018 yılında %22,0 olan FAVÖK marjı, 2019 yılında %12,2'ye düşmüş, 2020 yılındaki toparlanma ile %18,0 olarak gerçekleşmiştir.

30.06.2020 dönemi sonu itibari ile FAVÖK marjı %19,6 iken, 2021 yılının aynı döneminde 49.225.761 TL ile %17'dir.

Şirket'in Faaliyet Kar Marjı hem yıllık hem de altışar aylık dönemlerde dalgalanmalar göstermiştir. Bu dalgalanmaların sebebi genel olarak kurlarda gerçekleşen belirsizlikler ve dalgalanmalar olarak gösterilebilir. 2020 yılı faaliyet döneminde Faaliyet Kar Marjı %15,81 iken 2021 yılı ilk altı ayı Faaliyet Kar Marjı %16,27 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 6 FAVÖK ve FAVÖK Marjı**

|                           | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2018 | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2019 | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2020 | 01 Ocak - 31<br>Haziran 2020 | 01 Ocak - 30<br>Haziran 2021 |
|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|
| <b>Hasılat</b>            | 377.899.026                 | 399.825.062                 | 407.964.886                 | 224.309.835                  | 289.500.765                  |
| Faaliyet Karı             | 77.968.064                  | 41.569.301                  | 64.507.770                  | 41.854.407                   | 47.107.914                   |
| <b>Faaliyet Kar Marjı</b> | 20,63%                      | 10,40%                      | 15,81%                      | 18,7%                        | 16,27%                       |
| Amortisman                | 5.273.762                   | 7.160.464                   | 8.737.868                   | 4.208.921                    | 4.313.016                    |
| <b>FAVÖK</b>              | 83.241.826                  | 48.729.765                  | 73.245.638                  | 46.063.328                   | 51.420.930                   |
| <b>FAVÖK Marjı</b>        | 22,0%                       | 12,2%                       | 18,0%                       | 20,5%                        | 17,8%                        |

**Faaliyet Giderleri**

2020 yılında faaliyet giderleri toplam 44.568.956 TL, 2019 döneminde 34.906.520 TL ve 2018 döneminde 25.802.303 TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet Giderleri Hasılat ile dönemler boyunca eşdeğer olarak artış göstermiştir. Faaliyet giderlerinin toplamalarının hasılatlara oranı 2020 yılında %10,9 iken, 2019 yılında %8,7 ve 2018 yılında %6,8 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılı ilk altı ayında faaliyet giderleri toplamı 24.915.322 TL iken 2020 yılı ilk altı ayında 20.783.768 TL'dir. Faaliyet giderleri toplamı 2020 yılı ilk altı ay döneminde hasılatlara oranı %9,27 ve 2021 yılında aynı hesap döneminde %8,61'dir ve yaklaşık olarak %8 oranında azalış göstermiştir.

**Tablo 7 Faaliyet Giderleri**

| Faaliyet Giderleri (TL)                   | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2018 | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2019 | 01 Ocak - 31<br>Aralık 2020 | 01 Ocak - 31<br>Haziran 2020 | 01 Ocak - 30<br>Haziran 2021 |
|-------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|
| <b>Hasılat</b>                            | 377.899.026                 | 399.825.062                 | 407.964.886                 | 224.309.835                  | 289.500.765                  |
| Genel Yönetim Giderleri (-)               | 14.358.705                  | 16.890.170                  | 21.122.741                  | 10.301.556                   | 13.354.798                   |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-) | 11.443.598                  | 18.016.350                  | 23.446.215                  | 10.482.212                   | 11.560.524                   |
| <b>Toplam Faaliyet Giderleri</b>          | 25.802.303                  | 34.906.520                  | 44.568.956                  | 20.783.768                   | 24.915.322                   |
| <b>Toplam Faaliyet Giderleri/ Hasılat</b> | 6,83%                       | 8,73%                       | 10,92%                      | 9,27%                        | 8,61%                        |

Şirket'in faaliyet giderlerinin artmasının sebebi temelde şirket faaliyet ve operasyonlarını daha etkili ve geniş şekilde ilerletmektir. Şirket marka bilinirliğini artırmayı, satışlara katkı sağlamayı, operasyon becerisini ilerletmeyi ve daha kaliteli hizmet sunabilmeyi hedeflemektedir. Genel yönetim giderlerinin önemli bir kalemini oluşturan Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri ağırlıklı olarak navlun (ihracat nakliyesi), yurt içi nakliye, ciro primi ve komisyon giderlerinden oluşmaktadır. Ayrıca Türkiye'de birkaç yıldır etkisini gösteren enflasyon, genel olarak TL'ye bağlı Genel Yönetim Giderleri ile Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin artışına neden olmuştur.

### Genel Yönetim Giderleri

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin Genel Yönetim Giderlerinin detayı gösterilmiştir.

**Tablo 8 Genel Yönetim Giderleri**

| Genel Yönetim Giderleri (TL)          | 01.01.-<br>31.12.2018 | 01.01.-<br>31.12.2019 | 01.01.-<br>31.12.2020 | 01.01.-<br>30.06.2020 | 01.01.-<br>30.06.2021 |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Personel Giderleri                    | 7.755.138             | 9.780.260             | 11.560.231            | 5.589.595             | 7.227.786             |
| Holding Ortak Giderlere Katılım Payı  | 924.290               | 1.420.973             | 1.831.863             | 847.199               | 1.565.674             |
| Amortisman Giderleri                  | 705.513               | 925.311               | 1.013.091             | 416.391               | 592.973               |
| İzin Karşılığı Gideri                 | 333.207               | 519.222               | 753.684               | 706.262               | 530.650               |
| Kıdem Tazminatı Karşılığı             | 172.000               | 336.402               | 636.870               | 527.474               | 571.735               |
| Elektrik, Su Giderleri                | 249.265               | 443.938               | 566.601               | 221.409               | 295.315               |
| Akaryakıt Gideri                      | 357.114               | 397.054               | 354.249               | 165.391               | 188.893               |
| Müşavirlik ve Denetim Giderleri       | 304.996               | 359.475               | 561.368               | 195.033               | 410.415               |
| Vergi Resim Harç Giderleri            | 501.645               | 354.160               | 458.370               | 223.223               | 376.988               |
| Bakım Onarım Giderleri                | 317.639               | 270.390               | 438.033               | 238.980               | 159.713               |
| Sigorta Giderleri                     | 111.695               | 156.350               | 251.375               | 122.691               | 128.317               |
| Gıda Malzeme Giderleri                | 231.109               | 307.725               | 349.992               | 149.156               | 185.811               |
| Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler | 325.674               | 304.399               | 590.965               | 185.953               | 229.162               |
| Şüpheli Alacaklar Karşılığı           | 605.874               | --                    | 58.275                | --                    | 93.652                |
| Kırtasiye Giderleri                   | 79.958                | 119.836               | 74.445                | 32.039                | 75.414                |
| Taşeron Giderleri                     | 87.127                | 91.672                | 301.962               | 141.205               | 179.827               |
| Reklam Giderleri                      | 11.764                | 71.919                | 14.140                | 22.309                | 4.000                 |
| Seyahat Giderleri                     | 114.757               | 67.838                | 30.046                | 7.095                 | 13.011                |
| Haberleşme Giderleri                  | 71.756                | 64.178                | 70.002                | 34.372                | 42.791                |
| Mahkeme ve Noter Giderleri            | 24.545                | 24.847                | 24.583                | 2.459                 | 30.148                |
| Eğitim Giderleri                      | 20.087                | 5.408                 | 60.647                | 16.411                | 305                   |
| Diğer                                 | 1.053.552             | 868.813               | 1.121.949             | 456.909               | 452.218               |
| <b>Toplam</b>                         | <b>14.358.705</b>     | <b>16.890.170</b>     | <b>21.122.741</b>     | <b>10.301.556</b>     | <b>13.354.798</b>     |

2020 hesap döneminde genel yönetim giderleri 21.122.741 TL, 2019 yılında 16.890.170 TL ve 2018 yılında 14.358.705 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Genel Yönetim Giderleri Dönemlere göre artış göstermiştir. 2020 yılında genel yönetim giderlerinin toplamının hasılatı oranı %5 olarak, 2019 ve 2018 yıllarında ise %4'tür. 2021 yılı ilk altı aylık dönemde genel yönetim giderleri toplamı 13.354.798 TL olmuş, 2020 yılı ilk altı aylık dönemde gerçekleşen büyüklüğe (10.301.556 TL) göre %29,6 oranında artmıştır.

Personel Giderleri ve holding ortak giderlere katılım payı genel yönetim giderlerinde önemli yer tutmaktadır. Genel yönetim giderleri toplamı içerisinde personel giderlerinin oranı 2020 yılı içerisinde %54,7, 2019 yılı içerisinde %57,9 ve 2018 yılında %54,0'dır. Holding tarafından Grup Şirketlerine verilen denetim, mali ve hukuki danışmanlık, bilgi işlem desteği, finans temin ve koordinasyonu ve temsil gibi hizmetleri için yüklenilen giderler, ortak giderlere katılım payı olarak Grup Şirketlerine pay ve ciro oranında dağıtılmaktadır. Holding ortak

giderlere katılım payının, genel yönetim giderleri toplamına oranı 2020 yılında %8,6, 2019 yılında %8,4 ve 2018 yılında %6,4'tür.

Personel giderleri ve personel izin karşılığının 2021 yılı ilk altı ayındaki toplamı genel yönetim giderlerinin %58,1'ini oluşturmakta, 2020 yılı aynı döneminde ise %61,1'ini oluşturmaktadır.

#### ***Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri***

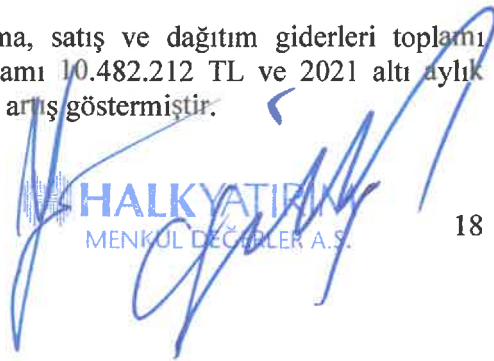
Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin detayı gösterilmiştir.

**Tablo 9 Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri**

| <b>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)</b> | <b>01.01.-31.12.2018</b> | <b>01.01.-31.12.2019</b> | <b>01.01.-31.12.2020</b> | <b>01.01.-30.06.2020</b> | <b>01.01.-30.06.2021</b> |
|---------------------------------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Personel Giderleri                                | 2.095.415                | 2.480.547                | 2.630.164                | 1.313.425                | 1.728.173                |
| Amortisman Giderleri                              | 73.902                   | 113.081                  | 108.379                  | 115.669                  | 109.403                  |
| Kıdem Tazminatı Karşılığı                         | 81.230                   | 98.075                   | 169.428                  | 133.494                  | 161.604                  |
| Nakliye ve Navlun Giderleri                       | 4.715.344                | 9.654.578                | 11.526.892               | 5.591.449                | 8.160.726                |
| Ciro primi                                        | 1.974.474                | 2.279.004                | 5.746.110                | 1.846.339                | 9.720                    |
| Komisyon Giderleri                                | 385.599                  | 1.493.996                | 815.268                  | 514.630                  | 354.655                  |
| Bakım Onarım Giderleri                            | 362.284                  | 314.878                  | 253.081                  | 108.542                  | 86.374                   |
| Akaryakıt Giderleri                               | 201.846                  | 229.171                  | 220.253                  | 124.835                  | 129.267                  |
| Sigorta Giderleri                                 | 211.276                  | 224.807                  | 225.280                  | 121.611                  | 136.440                  |
| Yemek Giderleri                                   | 156.189                  | 178.727                  | 407.174                  | 175.682                  | 242.707                  |
| Fuar Katılım Giderleri                            | 62.269                   | 160.409                  | 60.377                   | 18.354                   | --                       |
| Temsil ve Ağırılama Giderleri                     | 274.733                  | 151.251                  | 63.273                   | 32.416                   | 48.321                   |
| Seyahat Giderleri                                 | 153.557                  | 144.722                  | 64.996                   | 39.995                   | 27.388                   |
| Reklam ve Prim Giderleri                          | 40.650                   | 89.320                   | 95.877                   | 2.430                    | 54.890                   |
| Oda Aidat Giderleri                               | 1.444                    | 32.870                   | 21.070                   | 20.130                   | 643                      |
| İzin Karşılığı Giderleri                          | 87.273                   | 113.867                  | 125.729                  | 121.647                  | 107.401                  |
| Haberleşme Giderleri                              | 4.438                    | 16.551                   | 3.094                    | 1.357                    | 946                      |
| Elektrik, Su ve Doğalgaz Giderleri                | 116.336                  | 11.460                   | 15.201                   | 7.641                    | 2.851                    |
| Kırtasiye Giderleri                               | 2.855                    | 8.040                    | 9.491                    | 3.159                    | 3.963                    |
| Temizlik Malzemeleri Giderleri                    | 4.373                    | 2.555                    | 4.901                    | 2.922                    | 2.026                    |
| Numune Giderleri                                  | 44.617                   | 963                      | 29.515                   | 8.990                    | 436                      |
| Vergi, Resim ve Harçlar                           | 35.160                   | 464                      | 218.002                  | 112.050                  | 102.658                  |
| Diğer                                             | 358.334                  | 217.014                  | 632.660                  | 65.445                   | 89.932                   |
| <b>Toplam</b>                                     | <b>11.443.598</b>        | <b>18.016.350</b>        | <b>23.446.215</b>        | <b>10.482.212</b>        | <b>11.560.524</b>        |

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2020 hesap döneminde toplamı 23.446.215 TL, 2019 döneminde 18.016.350 TL ve 2018 yılında 11.443.598 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri toplamının hasılatı oranı 2020 yılında %5,7, 2019 %4,5 ve 2018 yılında %3,0 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılı ilk altı aylık hesap döneminde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri toplamı 11.560.524 TL, 2020 yılı ilk altı aylık dönem toplamı 10.482.212 TL ve 2021 altı aylık dönemde önceki döneme göre yaklaşık %10 oranında artış göstermiştir.

  
**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Nakliye giderleri ve ciro primleri toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde önemli yer tutmaktadır. Nakliye giderlerinin toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine oranı 2020 yılı içerisinde %49,1, 2019 yılında %53,5 ve 2018 yılında %41,2'dir. Ciro primlerinin toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine oranı 2020 yılında %24,5, 2019 yılında %12,6 ve 2018 yılında %17,3'dir.

Nakliye ve navlun giderleri toplamı 2021 yılı ilk üç ayında toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin %64,4'ünü ve 2020 yılında aynı dönemde %60,2'sini oluşturmaktadır.

#### **Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler**

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerin detayı gösterilmiştir.

**Tablo 10 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler**

| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (TL)            | 01.01.-<br>31.12.2018 | 01.01.-<br>31.12.2019 | 01.01.-<br>31.12.2020 | 01.01.-<br>30.06.2020 | 01.01.-<br>30.06.2021 |
|----------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Ticari İşlemlerden Kaynaklanan Kur Farkı           | 22.075.828            | 1.807.739             | 8.996.198             | 4.098.794             | 9.680.793             |
| Hurda Satış Gelirleri                              | 1.557.877             | 1.702.182             | 1.251.745             | 591.546               | 541.851               |
| Tahakkuk Etmemiş Finansman Gideri                  | 720.899               | 1.839.890             | 363.407               | 363.407               | 907.330               |
| Kira Gelirleri                                     | 419.267               | 862.126               | 630.214               | 451.508               | 467.472               |
| Yansıtma Gelirleri                                 | 223.094               | 280.608               | 440.222               | 149.901               | 349.526               |
| Sigorta Hasar Tazminatı                            | --                    | 125.476               | 13.225                | 5.515                 | 36.775                |
| Konusu Kalmayan Şüpheli Alacaklar                  | 15.622                | --                    | 25.000                | 26.363                | 955                   |
| Konusu Kalmayan Dava Karşılıkları                  | --                    | --                    | 234.564               | 26.576                | --                    |
| Konusu Kalmayan Beklenen Kredi Zararları Karşılığı | --                    | 303.830               | --                    | --                    | --                    |
| Temettü Gelirleri                                  | 315.609               | --                    | 285.621               | --                    | --                    |
| Diğer                                              | 785.173               | 162.260               | 1.274.777             | 523.881               | 98.376                |
| <b>Toplam</b>                                      | <b>26.113.369</b>     | <b>7.084.111</b>      | <b>13.514.973</b>     | <b>6.237.491</b>      | <b>12.083.078</b>     |

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler hesabı 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla 13.514.973 TL'dir. Şirket'in esas faaliyetlerinden diğer gelirler hesabı temel olarak ticari işlemlerden kaynaklanan kur farklarından ve hurda satış gelirlerinden oluşmaktadır. Ayrıca konusu kalmayan karşılık gelirleri de esas faaliyetlerden diğer gelirler içinde raporlanmaktadır.

Ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri 2021 yılı altı aylık dönemde yaşanan kur artışlarından dolayı 2020 yılı altı aylık dönemine göre yaklaşık %136 oranında artış göstermiştir. Ayrıca bu kur farkı gelirleri aynı dönemin esas faaliyetlerden diğer gelirlerin %80'ini oluşturmaktadır.

#### **Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler**

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 30.06.2021, 30.06.2020, 31.12.2020, 31.12.2019 ve 31.12.2018 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Giderlerin detayı gösterilmiştir.

**Tablo 11 Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar**

| Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (TL) | 01.01.-<br>31.12.2018 | 01.01.-<br>31.12.2019 | 01.01.-<br>31.12.2020 | 01.01.-<br>30.06.2020 | 01.01.-<br>30.06.2021 |
|-----------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Ticari İşlemlerden Kaynaklanan Kur Farkı      | 22.990.154            | 6.387.312             | 5.849.487             | 2.010.148             | 2.483.447             |
| Tahakkuk Etmemiş Finansman Geliri             | 362.516               | 784.585               | 228.545               | 228.545               | 106.813               |
| Tazminat ve Diğer Ceza Giderleri              | 178.811               | --                    | --                    | --                    | --                    |
| Önceki Dönem Zararları                        | 73.328                | 61.955                | 94.811                | --                    | 33.667                |

|                                    |                   |                  |                  |                  |                  |
|------------------------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Beklenen Kredi Zararları Karşılığı | 191.971           | --               | 78.487           | 420.878          | 12.149           |
| Diğer                              | 480.682           | 216.310          | 198.499          | 57.167           | 163.266          |
| <b>Toplam</b>                      | <b>24.277.462</b> | <b>7.450.162</b> | <b>6.449.829</b> | <b>2.716.738</b> | <b>2.799.344</b> |

Esas faaliyetlerden giderler ve zararlar hesabı 31.12.2020 hesap dönemi itibarı ile 6.449.829 TL'dir. Şirket'in esas faaliyetlerden giderleri ve zararları çoğunlukla ticari işlemlerden kaynaklanan kur farklarından oluşmaktadır. 01.01.-30.06.2021 hesap döneminde de ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkları esas faaliyetlerden giderler ve zararlar hesabının yaklaşık %88'ini oluşturmaktadır.

**Tablo 12 Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler**

| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (TL)        | 01.01.-<br>31.12.2018 | 01.01.-<br>31.12.2019 | 01.01.-<br>31.12.2020 | 01.01.-<br>30.06.2020 | 01.01.-<br>30.06.2021 |
|-----------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller Değer Artışları |                       |                       | 122.274.421           |                       |                       |
| Finansal Varlık Satış Karı                    |                       |                       | 58.204.379            |                       |                       |
| Duran Varlık Satış Karı                       | 193.407               | 39.017                | 779.573               | --                    | 2.042.684             |
| <b>Toplam</b>                                 | <b>193.407</b>        | <b>39.017</b>         | <b>181.258.373</b>    | <b>--</b>             | <b>2.042.684</b>      |

Şirket'in 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla yatırım faaliyetlerinden elde ettiği gelirler, yatırım amaçlı gayrimenkullerinin değer artışlarından ve elinde bulundurduğu finansal varlıkların satış karından elde etmiştir.

**Tablo 13 Yatırım Faaliyetlerinden Giderler**

| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (TL) | 01.01.-<br>31.12.2018 | 01.01.-<br>31.12.2019 | 01.01.-<br>31.12.2020 | 01.01.-<br>30.06.2020 | 01.01.-<br>30.06.2021 |
|----------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Finansal Varlık Satış Zararı           |                       |                       | 42.645.577            |                       |                       |
| Duran Varlık Satış Zararı              | 413.914               | --                    | --                    | --                    | --                    |
| <b>Toplam</b>                          | <b>413.914</b>        | <b>--</b>             | <b>42.645.577</b>     | <b>--</b>             | <b>--</b>             |

Şirket'in 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla yatırım faaliyetlerinden giderlerini elinde bulundurduğu Kombassan Giyim Gıda Turizm San. Tic. A.Ş., Bera Turizm İnşaat Tic. A.Ş., Komyapı Hazır Beton Prefabrik İnşaat San.Tic. A.Ş., Koveka Konya ve Karaman Tekstil San. Dış Tic. A.Ş. ve Kar-Su Çamlıca Köyü Su İşletmeleri A.Ş. finansal varlıkların satışlarının zararlarından oluşmaktadır.

**Tablo 14 Finansman Gelirleri ve Giderleri**

| Finansman Giderleri (TL)                                | 01.01.-<br>31.12.2018 | 01.01.-<br>31.12.2019 | 01.01.-<br>31.12.2020 | 01.01.-<br>30.06.2020 | 01.01.-<br>30.06.2021 |
|---------------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Kredilere İlişkin Kur Farkı                             | 27.053.784            | 6.890.849             | 12.972.514            | 2.373.495             | 4.166.500             |
| Kredilere İlişkin Faiz Gideri                           | 3.431.367             | 5.948.645             | 5.421.481             | 5.395.031             | 3.688.317             |
| Kambiyo Zararları                                       | 19.796.719            | 4.431.067             | 3.154.131             | 144.768               | 1.391.184             |
| Banka Teminat Mektubu ve Kredi Kartı Komisyon Giderleri | 998.417               | 1.009.071             | 1.064.822             | 482.045               | 374.458               |
| Vade Farkı ve Diğer Finansman Giderleri                 | 876.452               | 3.033.790             | 495.903               | 852.608               | 41.369                |
| Kullanım Hakkı Varlıklarına İlişkin Faiz Gideri         | 50.960                | 57.538                | 404.653               | 31.960                | 46.942                |
| <b>Toplam</b>                                           | <b>52.207.699</b>     | <b>21.370.960</b>     | <b>23.513.504</b>     | <b>9.279.907</b>      | <b>9.708.770</b>      |

Şirket'in finansman giderleri toplamı 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla 23.513.504 TL'dir. Finansman giderleri çoğunlukla kullanılan kredilerin kur farklarından, kredilerin faiz giderlerinden, işletmenin faaliyetleri ile alakalı döviz cinsinden olan işlemlerinden ve banka teminat mektubu ve kredi kartı komisyon giderlerinden oluşmaktadır. 2021 ve 2020 yılı altı aylık hesap döneminde finansman giderleri çoğunlukla olarak kredilere ilişkin kur ve faiz giderlerinden oluşmaktadır.

**Tablo 15 Finansman Giderleri**

| <b>Finansman Giderleri (TL)</b> | <b>01.01.-<br/>31.12.2018</b> | <b>01.01.-<br/>31.12.2019</b> | <b>01.01.-<br/>31.12.2020</b> | <b>01.01.-<br/>30.06.2020</b> | <b>01.01.-<br/>30.06.2021</b> |
|---------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Kambiyo Karları                 | 36.682.035                    | 9.018.626                     | 17.621.794                    | 8.954.080                     | 10.263.867                    |
| Faiz ve Vade Farkı Gelirleri    | 895.645                       | 3.159.878                     | 2.401.451                     | 1.439.246                     | 1.106.301                     |
| <b>Toplam</b>                   | <b>37.577.680</b>             | <b>12.178.504</b>             | <b>20.023.245</b>             | <b>10.393.326</b>             | <b>11.370.168</b>             |

Finansman gelirleri 31.12.2020 hesap dönemi itibarıyla 20.023.245 TL'dir. Şirket'in finansman gelirleri kambiyo karlarından ve faiz ve vade farkı gelirlerinden oluşmaktadır.

#### **Kur Farkları Gelirleri / Giderleri**

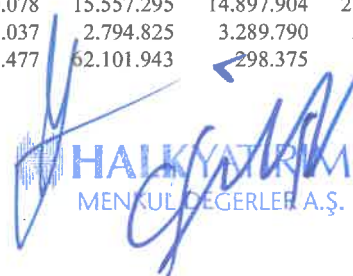
Şirket, yapmış olduğu yurtdışı satışlar ile yurtiçinde dövize endeksli olarak yaptığı satışlara ilişkin olarak elde ettiği döviz cinsinden ticari alacakları, Türk Lirası'nın diğer yabancı paralar karşısında değer kaybetmesinden dolayı ticari faaliyetlerinden dolayı kur farkı gelirleri elde etmektedir. Ayrıca Şirket'in içinde bulunduğu kâğıt sektöründe hammaddelerin genellikle ithale dayalı olması sebebiyle Şirket'in ticari faaliyetlerinden kaynaklanan kur farkları giderleri ve kullanmış olduğu kredilerin de bazılarının yabancı para döviz cinsinden olması sebebiyle de finansman giderleri bulunmaktadır. 30.06.2021 itibarı ile Şirket'in kur farkı gelir gideri pozitif pozisyona geçmiştir.

**Tablo 16 Kur Farkı Gelir / Gideri**

| <b>Kur Farkı Gelir / Gideri (TL)</b>                     | <b>01.01.-<br/>31.12.2018</b> | <b>01.01.-<br/>31.12.2019</b> | <b>01.01.-<br/>31.12.2020</b> | <b>01.01.-<br/>30.06.2020</b> | <b>01.01.-<br/>30.06.2021</b> |
|----------------------------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri                | 22.075.828                    | 1.807.739                     | 8.996.198                     | 4.098.794                     | 9.680.793                     |
| Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Giderleri                | 22.990.154                    | 6.387.312                     | 5.849.487                     | 2.010.148                     | 2.483.447                     |
| <b>Ticari Faaliyetlerden Net Kur Farkı Geliri/Gideri</b> | <b>(914.326)</b>              | <b>(4.579.573)</b>            | <b>3.146.711</b>              | <b>2.088.646</b>              | <b>7.197.346</b>              |
| Kredi Kur Farkı Giderleri                                | 27.053.784                    | 6.890.849                     | 12.972.514                    | 2.373.495                     | 4.166.500                     |
| Kambiyo Karları                                          | 36.682.035                    | 9.018.626                     | 17.621.794                    | 8.954.080                     | 10.263.867                    |
| <b>Toplam Kur Farkı Geliri/Gideri</b>                    | <b>8.713.925</b>              | <b>(2.451.796)</b>            | <b>7.795.991</b>              | <b>8.669.231</b>              | <b>13.294.713</b>             |

**Tablo 17 Bilanço**

| <b>Finansal Durum Tablosu (TL)</b>               | <b>31.12.2018</b>  | <b>31.12.2019</b>  | <b>31.12.2020</b>  | <b>30.06.2021</b>  |
|--------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                           | <b>228.283.627</b> | <b>321.407.061</b> | <b>265.796.354</b> | <b>285.966.365</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                        | 2.189.125          | 26.433.195         | 66.996.536         | 11.153.244         |
| Ticari Alacaklar                                 | 63.031.181         | 37.874.945         | 70.501.318         | 85.971.739         |
| Diğer Alacaklar                                  | 68.139.435         | 155.913.348        | 3.249.341          | 31.229.800         |
| Stoklar                                          | 83.752.650         | 86.260.227         | 106.328.753        | 131.858.251        |
| Peşin Ödenmiş Giderler                           | 3.312.626          | 3.664.080          | 4.413.461          | 3.255.565          |
| Diğer Dönen Varlıklar                            | 7.858.610          | 11.261.266         | 14.306.945         | 22.497.766         |
| <b>Duran Varlıklar</b>                           | <b>559.783.421</b> | <b>567.540.310</b> | <b>725.412.610</b> | <b>702.628.466</b> |
| Finansal Yatırımlar                              | 97.738.793         | 112.907.744        | 68.493.225         | 47.731.823         |
| Diğer Alacaklar                                  | --                 | --                 | --                 | --                 |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar        | 114.856.314        | 108.825.831        | 161.296.366        | 157.928.197        |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                    | 202.424.245        | 202.041.045        | 323.645.521        | 321.836.362        |
| Maddi Duran Varlıklar                            | 133.647.130        | 134.853.530        | 167.626.142        | 168.273.599        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                    | 273.392            | 437.201            | 447.895            | 397.358            |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                        | 232.528            | 147.972            | 88.784             | 21.140             |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                         | 10.611.019         | 8.326.987          | 3.814.677          | 6.439.987          |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>                          | <b>788.067.048</b> | <b>888.947.371</b> | <b>991.208.964</b> | <b>988.594.831</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                 | <b>107.133.634</b> | <b>162.129.746</b> | <b>75.838.803</b>  | <b>86.878.408</b>  |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                         | 24.691.507         | 28.154.689         | 1.659.872          | 5.308.801          |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları | 20.079.633         | 38.109.014         | 45.092.390         | 37.949.565         |
| Diğer Finansal Yükümlülükler                     | 87.309             | 98.145             | 237.809            | --                 |
| Ticari Borçlar                                   | 27.670.078         | 15.557.295         | 14.897.904         | 21.643.411         |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar | 2.063.037          | 2.794.825          | 3.289.790          | 3.476.601          |
| Diğer Borçlar                                    | 26.257.477         | 62.101.943         | 298.375            | 315.822            |

  
HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

|                                                                                              |                    |                    |                    |                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü                                                                 | 2.048.282          | 658.015            | 2.708.871          | 7.658.897          |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                                                      | 1.538.751          | 1.887.431          | 1.960.486          | 2.485.376          |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                                                              | 2.697.560          | 12.768.389         | 5.693.306          | 8.079.935          |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                                             | <b>86.256.218</b>  | <b>147.818.227</b> | <b>126.021.697</b> | <b>110.826.058</b> |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                                                     | 42.262.339         | 102.312.311        | 64.578.894         | 50.525.414         |
| Diğer Finansal Yükümlülükler                                                                 | 176.381            | 16.849             | 16.849             | --                 |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                                                      | 6.641.524          | 7.530.422          | 9.640.833          | 11.927.623         |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                                                                 | 37.175.974         | 37.958.645         | 51.785.121         | 48.373.021         |
| <b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>                                                                    | <b>594.677.196</b> | <b>578.999.398</b> | <b>789.348.464</b> | <b>790.890.365</b> |
| <b>Ana Ortaklığı Ait Özkaynaklar</b>                                                         | <b>594.677.196</b> | <b>578.999.398</b> | <b>789.348.464</b> | <b>790.890.365</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                                                              | 130.000.000        | 130.000.000        | 130.000.000        | 130.000.000        |
| Sermaye Düzeltme Farkları                                                                    | 169.256.925        | 169.256.925        | 169.256.925        | 169.256.925        |
| Paylara İlişkin Primler/İskontolar                                                           | --                 | --                 | 13.093.563         | 13.093.563         |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler | 267.774.109        | 267.022.475        | 250.895.092        | 250.081.321        |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler    | (14.822.454)       | (1.769.021)        | 8.985.705          | (12.265.445)       |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                                          | 11.204.166         | 18.333.919         | 19.642.583         | 21.479.046         |
| Geçmiş Yıllar Karları/Zararları                                                              | (14.381.938)       | (22.526.454)       | 27.003.340         | 178.826.124        |
| Dönem Net Karı/Zararı                                                                        | 45.646.378         | 18.681.554         | 170.471.256        | 40.418.831         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>                                                                      | <b>788.067.048</b> | <b>888.947.371</b> | <b>991.208.964</b> | <b>988.594.831</b> |

### ***Dönen Varlıklar***

Şirket özellikle 2018 yılında yaşanan kur değişiminden asgari seviyede etkilenebilmek ve hammadde tedarikinde nakit ödemenin avantajlarını kullanabilmek adına elinde bulundurduğu nakit miktarını artırdığı için Nakit ve Nakit Benzerleri Dönen Varlıklar'ın 2019 yılı sonu itibarıyla %8,2'sini oluşturuyorken, 2020 yılsonu itibarıyla bu oran %25,2'ye yükselmiştir. 30.06.2021 tarihi itibarıyla Nakit ve Nakit Benzerleri'nde 31.12.2020'e göre ciddi bir azalma olmuştur. Bu azalmanın ana nedenleri, ticari alacaklardaki artış, stok alımları nedeniyle meydana gelen artışlar ile Şirket ortağı Bera Holding'e verilen ticari olmayan alacakların finanse edilmesidir.

Ticari Alacaklar 2019 yılında Şirket'in tahsil kabiliyetinin artması ile beraber 2018 yılında ortalama 60 gün olan alacak tahsil süresi, 2019 yılında ortalama 35 gün olmuştur. 2020 Mart ayında başlayan ve tüm dünyada etkisi gösteren pandemi sebebiyle satış sonrası vade sürelerinde artış gerçekleştiği için, 2020 yılında ortalama tahsil süresi 63 güne çıkmıştır. 2021 yılı ilk 6 aylık dönemde de Ticari Alacaklar ortalama tahsil süresi yaklaşık 53 gün olarak 2020 yılı faaliyet dönemine göre azalma göstermiştir.

2020 yılında diğer alacaklar hesabının azalması, ilişkili taraflardan var olan ticari olmayan alacakların tahsil suretiyle tasfiye edilmesinden kaynaklanmıştır. Bu alacaklar ağırlıklı olarak Şirket üzerinden alınan kredilerin, Grup şirketlerine kullandırılmasından kaynaklanan alacaklardan oluşmuştur. 2021 yılında ilişkili taraflardan diğer alacaklar hesabı 31.12.2020 tutarına göre artış göstermiştir ve 30.06.2021 itibari ile Dönen Varlıkların yaklaşık %10'unu kapsamaktadır. Bu artış Şirket'in ortağı Bera Holding'e kullandığı fonlardan kaynaklanmıştır.

Nakit avantajlarından yararlanmak ve pandeminin ticaret hayatına getirdiği belirsizliklerden korunmak isteyen Şirket, mümkün olduğunca stok biriktirerek çalışmaktadır. 2020 yılı sonunda 2019 yılı sonuna göre stoklar %40 oranında artış göstermiştir. 2019 yılında 97 gün ve 2018 yılında ortalama 110 gün olan stok devir gün sayısı artan stok yatırımları ile beraber 2020 yılında ortalama 126 gün olmuştur. 2021'in ilk 6 aylık dönemi sonu itibarıyla ortalama stok devir gün sayısı 105 olmuştur ve bu sebeple ilgili faaliyet dönemi sonu itibari ile stoklar hesabı önceki döneme göre yaklaşık %24 oranında azalmıştır. 30.06.2021 tarihinde stoklar hesabı dönen varlıkların da %46,1'ini kapsamaktadır.

Diğer Dönen Varlıklar çoğunlukla devreden KDV varlıklarından oluşmaktadır. Şirket satışlarının önemli bir kısmı indirimli orana tabi satışlardan oluşmaktadır. Bu nedenle indirilecek KDV birikmekte ve süreç içerisinde Şirket'in vergi ve OSB'ye olan doğalgaz borçlarının ödenmesinde kullanılmaktadır. 30.06.2021 hesap döneminde Diğer Dönen Varlıklar hesabı 31.12.2020 tarihine göre %57,3 oranında artış göstermiştir.

Dönen Varlıkların Toplam Aktifler'e oranı 2018 yılı sonunda %29,0, 2019 yılsonunda %36,2, 2020 yılsonunda %26,8 ve 2021 6. ay faaliyet dönemi sonunda %28,9'dur. Diğer alacaklardaki azalış ve duran varlıklardaki artıştan dolayı 2020 yılında dönen varlıkların aktif toplama göre oranı azalmıştır.

#### ***Duran Varlıklar***

2020 ve 2019 yıllarında duran varlıklar toplamında gerçekleşen artışın genel sebebi Şirket'in sahip olduğu maddi duran varlıklar üzerine yapılan değerlemeler ve özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlardan kaynaklanmaktadır.

Finansal Yatırımlar gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in 30.06.2021 ve 31.12.2020 hesap dönemlerinde Finansal Yatırımını oluşturan Bera Holding'e ilgili tarihlerde BİST'te gerçekleşen borsa fiyatına göre değerlendirilmiştir. Bera Holding paylarından 3.000.0000,- adedi Şirket'in 14.12.2020 tarih ve 18 numaralı kararı ile grup şirketlerinden Golda Gıda San. ve Tic. A.Ş.'den işlem günündeki borsa kapanış fiyatından Borsa dışı virman talimatı suretiyle alınmıştır. Finansal Yatırımlar hesabında 30.06.2021 hesap dönemi sonu itibari ile 31.12.2020'e göre %30 oranında azalma gerçekleşmiştir. Bu azalma Şirket aktifinde bulunan Bera Holding paylarının BİST fiyatlarında meydana gelen düşüşten kaynaklanmıştır.

Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen yatırımlar 2020 yılının sonunda 2019 yılının sonuna göre %48 oranında artış göstermiştir. Bunun sebebi 2020 yılı hesap dönemi içerisinde Şirket Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'e %44,79 oranında iştirak etmiştir. 2019 ve 2018 yıllarında Özkaynak yöntemi ile değerlendirilen varlıklardan Divapan Entegre Ağaç Panel San. Tic. A.Ş. Şirket'in ilişkili tarafı olan Komel Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'e satılmıştır. Şirket'in Bera Turizm İnşaat Seyahat Tic. A.Ş., MPG Makine Prod. Grubu Mak. İm. San. Tic. A.Ş. ve Kombassan Giyim Gıda Tur. San. İç ve Dış Tic. A.Ş.'üzerindeki hisseleri Bera Holding A.Ş.'ye satılmıştır.

**Tablo 18 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar**

| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar (TL)     | 31.12.2018         | 31.12.2019         | 31.12.2020         | 30.06.2021         |
|----------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Golda Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.                  | --                 | --                 | 161.296.366        | 157.928.197        |
| Divapan Entegre Ağaç Panel San. Tic. A.Ş.          | 11.073.659         | 7.842.837          | --                 | --                 |
| Bera Turizm İnşaat Seyahat Tic. A.Ş.               | 42.817.936         | 43.395.593         | --                 | --                 |
| MPG Makine Prod. Grubu Mak. İm. San. Tic. A.Ş.     | 15.890.181         | 11.789.715         | --                 | --                 |
| Kombassan Giyim Gıda Tur. San. İç ve Dış Tic. A.Ş. | 45.074.538         | 45.797.686         | --                 | --                 |
| <b>Toplam</b>                                      | <b>114.856.314</b> | <b>108.825.831</b> | <b>161.296.366</b> | <b>157.928.197</b> |

Yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki artış, Şirket'in elinde bulundurduğu gayrimenkullerde gerçekleşen değer artışından kaynaklanmaktadır. 2020 yılının sonundaki toplam değer, 2019 yılının sonundaki toplam değere göre %60,2 oranında artmıştır.

#### ***Kısa Vadeli Yükümlülükler***

2020 yılsonu itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerin %59,9'u uzun vadeli kredilerin bir yandan kısa süre içerisinde ödenecek kısımlarından oluşmaktadır. 2020 yılının sonunda kısa vadeli yükümlülükler içerisinde toplam 46.990.071 TL kısa vadeli finansal yükümlülüklerden

oluşmaktadır. 2020 yılsonu itibarı ile kısa vadeli yükümlülükler toplamı pasif toplamın %7,6'sını, 2019 yıl sonu itibarı ile %18,2'sini ve 2018 yıl sonu itibarı ile de %13,5'ini oluşturmaktadır. 2020 sonu itibarıyla kısa vadeli yükümlülükler ortalama %53 oranında azalmıştır. 30.06.2021 tarihi itibarı ile kısa vadeli finansal yükümlülükler 43.258.366 TL'dir ve Pasif Toplamın %4,3'ünü kapsamaktadır. Ayrıca aynı dönem sonu itibarıyla Şirket'in finansal yükümlülüklerinin %46'sı kısa vadeli. 30.06.2021 dönemi sonu itibarı ile uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarında 31.12.2020'e göre %15,8 oranında azalma gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in toplam finansal yükümlülükleri ile nakit ve nakit benzerlerinin net borç tutarlarının karşılaştırılması verilmiştir.

**Tablo 19 Net Borç / Net Nakit**

| Net Borç / Net Nakit (TL)             | 31.12.2018        | 31.12.2019         | 31.12.2020        | 30.06.2021        |
|---------------------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| Toplam Finansal Yükümlülükler         | 87.297.169        | 168.691.008        | 111.585.814       | 93.783.780        |
| Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri       | 2.189.125         | 26.433.195         | 66.996.536        | 11.153.244        |
| <b>Net Borç</b>                       | <b>85.108.044</b> | <b>142.257.813</b> | <b>44.589.278</b> | <b>82.630.536</b> |
| Dönem sonu itibarıyla ABD Doları kuru | 5,261             | 5,940              | 7,341             | 8,705             |
| <b>ABD Doları Bazında Net Borç</b>    | <b>16.177.468</b> | <b>23.948.320</b>  | <b>6.074.420</b>  | <b>9.492.089</b>  |

Şirket'in ticari borçları 2020 ve 2019 dönem sonları itibarı ile stabil kalmıştır. 2020 ve 2019 yıllarında borç devir gün sayısı ortalama 18 gün ve 2018 yılında ise ortalama 37 gündür. Şirket ticari borç ödemelerini vade gününde ve aksatmadan gerçekleştirmektedir.

Çalışanlara Sağlanan Faydalar Personele Ödenecek Ücretler ve personellere ilişkin ödenecek vergi ve SGK ödemelerinden oluşmaktadır.

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler müşterilerden alınan sipariş avanslarından meydana gelmektedir.

#### **Uzun Vadeli Yükümlülükler**

2019 yılında Şirket'in kullanmış olduğu uzun vadeli krediler sebebi ile 2019 yılı sonunda Uzun Vadeli Yükümlülükler toplamı 2018 yılının sonuna göre %71,4 oranında artış göstermiştir. 2020 yılsonu itibarıyla uzun vadeli yükümlülükler 2019 yılına göre % 14,7 oranında azalmış ve 30.06.2021 hesap dönemi sonu itibarı ile 31.12.2020 dönem sonuna göre %12,1 oranında azalma göstermiştir.

30.06.2021 dönem sonunda TL ve Euro cinsinden oluşan uzun vadeli finansal borçlanmalar toplamı uzun vadeli yükümlülükler içerisinde %46,6 oranında yer tutmaktadır.

Uzun vadeli karşılıklar personeller için ayrılan kıdem tazminatı karşılıklarından oluşmaktadır.

#### **Özkaynaklar**

2020 sonu itibarıyla Özkaynaklar toplamı, Pasif toplamın %79,7'sini oluşturmaktadır. Şirket'in özkaynaklar toplamı 2020 yılsonu itibarıyla, 2019 yılsonuna göre %36,3 oranında artış göstermiştir. Özkaynaklar toplamında 30.06.2021 itibarı ile 31.12.2020'e göre %0,2 oranında değişim göstermiştir.

2020 yılsonu itibarıyla Şirket 170.471.256 TL net kar elde etmiş ve 2019 yılının aynı dönemine göre ortalama %812,6 oranında net karını artırmıştır. 2020 yılı dönem karının içerisinde 120 milyon düzeyinde yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerlendirilmesiyle oluşan gelir rakamı da bulunmaktadır. 2021 yılının ilk altı ayında Şirket 40.418.831 TL net dönem karı performansı göstermiştir.

### **Bilanço Oran Analizleri**

**Likidite Oranları:** Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

**a-) Cari Oran:** Kısa vadeli borçların ödenmesine bir zorluğun olup olmadığını gösterir.

**b-) Asit-Test Oranı:** Dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu elde edilen değerın kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile bulunur.

**c-) Nakit Oranı:** İşletmeye hiçbir nakit girişı olmaması durumunda elde bulunan nakitler ve menkul kıymetlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödenebileceğini gösterir.

Aşağıdaki tabloda likidite oranlarının yıllara göre değişimi gösterilmektedir.

**Tablo 20 Likidite Oranları**

| Likidite Oranları                                                          |            |            |            |            |
|----------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Oranlar                                                                    | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.06.2021 |
| Cari Oran<br>(Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)                   | 2,14       | 1,98       | 3,50       | 3,29       |
| Asit-Test Oranı<br>((Dönen Varlıklar- Stoklar) /Kısa Vadeli Yükümlülükler) | 1,36       | 1,46       | 2,12       | 1,77       |
| Nakit Oran<br>(Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)        | 0,02       | 0,16       | 0,89       | 0,13       |

Şirket'in cari oranı 31.12.2020 itibari ile 3,53, asit-test oranı 2,12 ve nakit oranı 0,89'dur. Bu üç oranın da 2019 yılına göre artış göstermesinde nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve stoklarda meydana gelen artışlar önemli yer tutmuştur.

**Mali Yapı Oranları:** Şirket'in kaynak yapısını ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

**a-) Kaldıraç Oranı:** Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

**b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

**c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

**d-) Özkaynaklar / Toplam Varlıklar:** Varlıkların yüzde kaçının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Aşağıdaki tabloda mali oranların yıllara göre değişimini gösterilmektedir.

**Tablo 21 Mali Oranlar**

| Mali Oranlar                                                             |            |            |            |            |
|--------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Oranlar                                                                  | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 30.06.2021 |
| Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)                   | 0,24       | 0,35       | 0,20       | 0,20       |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar                               | 0,14       | 0,18       | 0,08       | 0,09       |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar                               | 0,11       | 0,17       | 0,13       | 0,11       |
| Özkaynaklar/Toplam Varlıklar                                             | 0,76       | 0,65       | 0,80       | 0,80       |
| Alacak Devir Gün Sayısı (Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365) - Gün (*)    | 60,88      | 34,58      | 63,08      | 53,45      |
| Stok Devir Gün Sayısı (Stoklar/Satışların Maliyeti*365) - Gün (*)        | 110,77     | 97,48      | 126,85     | 104,67     |
| Borç Devir Gün Sayısı (Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365) - Gün (*) | 36,60      | 17,58      | 17,77      | 17,18      |

(\*) 30.06.2021 sütununda Alacak Devir Gün Sayısı, Stok Devir Gün Sayısı ve Borç Devir Gün Sayısı 180 gün üzerinden hesaplanmıştır.

31.12.2020 itibari ile 31.12.2019 dönemine göre %41,6 oranında azalan kaldıraç oranı Şirket'in 2020 döneminde Özkaynaklarını güçlendirdiğini göstermektedir. 2020 yılında Kısa ve Uzun vadeli yükümlülüklerde azalma gerçekleşmiştir. 2021 yılı ilk altı aylık mali oranlar 2020 yılı faaliyet dönemine göre büyük değişimler göstermemiştir.

#### 4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Kağıt ve karton sektörüne ilişkin aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere Türkiye'de kağıt - karton üretimi, 2018 verileri baz alındığında %4,4'lük bir artış göstererek 2019 yılında 4.611.625 tona, 2020 yılında % 5,9'luk bir artışla 4.885.473 tona ulaşmıştır. Oluklu mukavva kağıtları, kartonlar ve temizlik kağıtları üretimlerinde artış olurken yazı - tabı kağıtları üretiminde azalma olmuştur.

**Tablo 22 Kağıt Üretimi**

|                               | 2018<br>(ton)    | 2019<br>(ton)    | 2020<br>(ton)    | 2019/2020<br>(%) |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Gazete Kâğıdı                 | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Yazı-Tabı Kâğıdı              | 254.400          | 245.000          | 254.200          | 3,8%             |
| Sargılık Kağıtlar             | 97.250           | 94.500           | 80.400           | -14,9%           |
| Oluklu Mukavva Kağıtları      | 2.502.373        | 2.644.646        | 2.879.594        | 8,9%             |
| Kartonlar                     | 654.754          | 714.100          | 721.907          | 1,1%             |
| Temizlik Kağıtları            | 903.199          | 908.379          | 944.372          | 4,0%             |
| Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar | 5.000            | 5.000            | 5.000            | 0,0%             |
| <b>TOPLAM</b>                 | <b>4.416.976</b> | <b>4.611.625</b> | <b>4.885.473</b> | <b>5,9%</b>      |

**Kaynak:** Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı

**Not:** Bu Tablo yıllık olarak paylaşıldığından elimizde 2021 yılı ilk 6 ay bilgileri bulunmamaktadır.

Önümüzdeki yıllarda dijital (kağıtsız) medya ve yayıncılığın ağırlığını daha da artırması durumunda tüketici veya kurumsal müşteri alışkanlıklarında değişiklikler olabilecek, üretimdeki azalma devam edebilecektir. Elektronik yayıncılık ve medya ürünlerine yönelim, ormanların tükenmesine yönelik çevresel endişeler nedeniyle kağıt tüketiminin azaltılması için tedbirler alınması veya tüketici tercihlerinin bu yönde gelişmesi kağıda basılan ürünlere olan talebi uzun vadede olumsuz etkileyebilecektir.

Temel eğitimdeki öğrencilere kitap, ders notu ve diğer basılı eğitim malzemelerinin yerine geçmek üzere tablet bilgisayar dağıtmaya yönelik planların hayata geçirilmesi, e-sınavlar, uzaktan ders anlatımları ve uygulamalı eğitimlerin yaygınlaşması kitap, dergi, defter, fotokopi kağıdı vb. eğitime yönelik masaüstü kağıt ürünlerine olan talebi azaltmaktadır.

Kamuda ve özel sektördeki e-devlet, e-beyanname, e-fatura gibi gelişmeler, e-imza ile elektronik sözleşmeler, kayıtlı e-posta adresi ile e-tebligatlar ve bu elektronik yolların kullanımı için hem özel sektör hem kamudaki teşvikler kağıt tüketimini olumsuz yönde etkilemektedir.

Özellikle Covid-19 salgınının etkisiyle iş hayatının uzaktan çalışmaya uyum sağlaması, uzaktan toplantılar ve dijital sözleşmeler kağıt tüketimini azaltmıştır. 10.03.2021 tarihli 31419 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Uzaktan Çalışma Yönetmeliği, iş hayatındaki söz konusu gelişmelerin kalıcı olabileceğine işaret etmektedir. İşbu gelişmelerin salgın sonrasında sürdürülmesi ve operasyonel değişikliklere sebebiyet vermesi durumunda kağıt sektörü

üzerindeki işbu olumsuz etki sürekli olabilecektir. Şirket, Konya ve Güneşli Şube'deki matbaa tesislerindeki üretimi artırmış ve yine salgın etkisiyle esaslı şekilde artmış olan kutu ambalaj talebine yönelik satışlarla kağıt talebindeki azalmayı telafi etmek yönünde aksiyon almıştır. Adrese sipariş yöntemiyle internet ve telefon uygulamalarıyla alışverişin sürekli şekilde tüketicinin hayatına girdiği ve kutu ambalaj talebindeki artışın devam edeceği öngörülmektedir.

Finansal dönemleri itibarıyla Şirket'in net satış tutarları aşağıdaki tabloda görülebilmektedir:

**Tablo 23 Net Satışlar**

| Faaliyet Kategorileri | 01.01.-<br>30.06.2021 | Oran<br>(%) | 01.01.-<br>31.12.2020 | Oran<br>(%) | 01.01.-<br>31.12.2020 | Oran<br>(%) | 01.01.-<br>31.12.2018 | Oran<br>(%) |
|-----------------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|
| Bobin, ebat, fotokopi | 197.133.552           | 68,1        | 274.868.108           | 67,4        | 269.870.082           | 67,5        | 265.597.915           | 70,3        |
| Matbaa                | 20.548.716            | 7,1         | 34.217.205            | 8,4         | 39.879.467            | 9,9         | 42.998.325            | 11,4        |
| Defter                | 2.713.253             | 0,9         | 3.506.751             | 0,9         | 7.628.780             | 1,9         | 6.117.672             | 1,6         |
| Ambalaj kutuları      | 66.240.494            | 22,9        | 91.240.693            | 22,3        | 73.819.745            | 18,5        | 58.309.155            | 15,4        |
| Palet                 | 220.532               | 0,1         | 334.410               | 0,1         | 236.439               | 0,1         | 509.038               | 0,1         |
| Hurda matbaa          | 1.892.743             | 0,7         | 1.837.495             | 0,4         | 1.700.313             | 0,4         | 1.380.466             | 0,4         |
| Ticari mal ve diğer   | 751.475               | 0,3         | 1.960.224             | 0,5         | 6.690.236             | 1,7         | 2.986.455             | 0,8         |
| <b>Net satışlar</b>   | <b>289.500.765</b>    |             | <b>407.964.886</b>    |             | <b>399.825.062</b>    |             | <b>377.899.026</b>    |             |

Şirket'in ürün grupları bazında satış oranları son 3 yılda ve 2021 yılı ilk 6 ayında esaslı bir değişime uğramamıştır. Bununla birlikte yazı tabı kağıdının ciro içindeki payı %2 düzeyinde düşerken, baskı esaslı matbaacılık geliri %4 gerilemiş, bununla birlikte yukarıda açıklanan değişen tüketim alışkanlıkları ve dijitalleşmenin getirdiği yönelimler çerçevesinde ambalaj kutusuna yönelik matbaacılık geliri %7 düzeyinde artmıştır. Ek olarak, plastik türevi petrokimya ürünü hammaddelerden ve diğer alternatif girdilerden ambalajlar da üretilmektedir. Söz konusu hammaddelerin maliyetlerinin kağıda göre düşük kalması durumunda kurumsal müşteriler bu tür ambalaj kullanımına yönelebilir. Böyle bir gelişme Şirket'in kutu ambalaj satışı faaliyetlerini olumsuz etkileyebilecektir.

Rekabet Kurumu, Kağıt ve Karton sektöründeki şirket ve kurumlara yönelik re'sen gerçekleştirmiş olduğu incelemenin 27.02.2019 tarihli gerekçeli kararında kağıt sektörü, ambalaj kağıtları sektörü, oluklu mukavva sektörü ile karton ve karton ambalaj sektörlerinin yapı itibarıyla çok oyunculu bir karakter sergilediği, dolayısıyla mezkur sektörlerden herhangi birinde hakim durumda nitelendirilebilecek teşebbüslerin varlığının bulunamayacağı yönünde tespitte bulunmuştur. İşbu inceleme sonucunda Rekabet Kurumu herhangi bir mevzuat ihlaline rastlamamış ve soruşturma açılmasına gerek olmadığı yönünde karar vermiştir.

1. hamur kağıdı üretiminde ülkemizde dört şirket faaliyet göstermektedir. Bunun yanında ithal ürünler de sektörel rekabet açısından önemli bir yer tutmaktadır. Sektörün bu rekabetçi yapısı, Şirket'in müşteri memnuniyeti ve ürün kalitesi yönünde sürekli yatırımlar yapmasını gerekli kılmaktadır. Şirket, söz konusu yatırımları zamanında yerine getirmediği takdirde, bu durum Şirket'in müşterilerini ve pazar payını kaybetmesine neden olabilir. Şirket ilgili yatırımların maliyetleri nedeniyle kar marjını dönemsel olarak kaybedebilir.

Türkiye aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere 2019 yılında Yazı-Tabı kağıdı kategorisinde yaklaşık 1.250.000 ton tüketim ihtiyacının 950.000 tonunu ithalat ile sağlamıştır. 2020 yılında ithal edilen yazı tabı kağıdı ise 863 ton düzeyinde olmuştur. Özellikle bobinlere sarılı şekilde ithal edilen kağıt, müşterilerin talebine göre bobin olarak veya ebatlara bölünerek satılmaktadır. Hammadde bakımından yurt dışına bağımlılığın getirdiği yüksek maliyetler ve bazı kağıt

türlerinde yeterli kaliteye ulaşamaması sebebiyle yurtiçi kağıt tüketimde büyük oranda ithalat yoluna gidilmektedir.

**Tablo 24 İthalatın Alt Gruplara Göre Dağılımı**

|                               | 2018<br>(ton)    | 2019<br>(ton)    | 2020<br>(ton)    | 2019/2020<br>(%) | 2021 yılı/6<br>aylık<br>(ton) |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------------------|
| Gazete Kâğıdı                 | 179.789          | 140.803          | 123.858          | -12.0%           | 63.602                        |
| Yazı-Tabı Kâğıdı              | 861.479          | 947.877          | 863.326          | -8.9%            | 352.712                       |
| Sargılık Kağıtlar             | 373.496          | 390.060          | 422.985          | 8.4%             | 203.419                       |
| Oluklu Mukavva Kağıtları      | 590.795          | 455.594          | 542.458          | 19.1%            | 276.195                       |
| Kartonlar                     | 530.146          | 597.001          | 659.450          | 10.5%            | 374.206                       |
| Temizlik Kağıtları            | 3.123            | 1.888            | 4.288            | 127.1%           | 3.458                         |
| Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar | 21.925           | 23.092           | 25.162           | 9.0%             | 11.086                        |
| <b>TOPLAM KAĞIT-KARTON</b>    | <b>2.560.753</b> | <b>2.556.315</b> | <b>2.641.527</b> | <b>3.3%</b>      | <b>1.284.678</b>              |
| KAĞIT-KARTON ÜRÜNLERİ         | 93.544           | 93.700           | 106.780          | 14.0%            | 53.237                        |
| <b>TOPLAM</b>                 | <b>2.654.297</b> | <b>2.650.015</b> | <b>2.748.307</b> | <b>3.7%</b>      | <b>1.337.915</b>              |

*Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı*

Hali hazırda yurt içi üretimin bir hayli üzerinde olan ülke kağıt talebinin karşılanması amacıyla 1. Hamur kağıtlara uygulanan %10 oranındaki ek gümrük vergisinin kaldırılması veya düşürülmesi halinde ithal ürünlerle rekabet zorluğu yaşanabilecek ve Şirket gelirleri olumsuz etkilenebilecektir.

İklim değişiklikleri, küresel ısınma ve su kaynaklarının azalması nedeniyle endüstriyel amaçlı ormanlarda yetiştirilen ağaçlarda verim azalabilir, ihtiyaç duyulan miktarda selüloz arzının gerçekleşmemesi ve bu surette fiyatların artması gelecekteki ihtimallerden sayılabilir. İklim olayları, çevresel faktörler, sel, deprem, salgın hastalıklar gibi doğa olayları ve olağanüstü haller (force majeure), selüloz üretiminin beklenenden az gerçekleşmesine neden olabilir. Şirket selüloz üretiminde tamamen dışa bağıldır ve bu kapsamda küresel iklim değişiklikleri nedeniyle ortaya çıkabilecek olumsuzluklar Şirket'in ana hammadde durumunda bulunan beyaz selüloz üretimi ve arzında genel olumsuzluklara neden olabilir. Bu hallerde, tüm selüloz arzında yaşanacak olan fiyat artışı üretim maliyetlerinin artmasına ve Şirket'in satış gelirleri aynı olsa bile, karlılıkları üzerinde olumsuz etkilere neden olabilir.

Türkiye bulunduğu coğrafi yer sebebiyle ülke riski taşımakta olup, politik ve siyasal olarak sorunlar yaşanabilen, çatışmaların yaşanmakta olduğu ülkelere çok yakın bir konumda yer almaktadır. Ülkelerin korumacı ticaret politikalarını sertleştirmeleri ve / veya ek gümrük vergisi benzeri olası uygulamaları Şirket'in ithalat maliyetlerini ve ihracat hasılatını olumsuz yönde etkileyebilir.

Sektörde ABD, Çin, Finlandiya ve İsveç menşeli büyük şirketler başı çekmektedir. Toplam kağıt üretiminde ise Avrupa Birliği ülkeleri baskın durumdadır. Bu dev şirketlerin global fiyat ve üretim politikaları piyasa koşullarını radikal şekilde etkileyebilmektedir. Özellikle Çin'in büyük ölçekli kağıt yatırımlarını aktive etmesi durumunda gerek hammadde tedarikinde ve gerekse ürünlerin pazarlamasında sıkıntı yaşanabilir. Bu ve benzeri küresel ölçekli Şirket'in kontrolü dışında gerçekleşen durum ve olaylar Şirket'in satış hasılatlarını ve finansal durumunu olumsuz etkileyebilir, rekabet gücünü azaltabilir.

**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 5. DEĞERLEME ANALİZİ

### Değerlenen Varlığın Niteliği

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 40 Gelir Yaklaşımını “Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.” şeklinde tanımlamaktadır. Gelir Yaklaşımı olarak İndirgenmiş Nakit Akışları kullanılmış olup nakit akış türü olarak firma serbest nakit akışları kullanılmıştır.

### Kullanılan Yaklaşımların Değerlemenin Kapsamına ve Amacına Uygunluğu

Kullanılan Değer Esası – Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

Piyasa Yaklaşımı için Pazar Değeri

Gelir Yaklaşımı için Makul Değer dikkate alınmıştır.

UDS’nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer sırası ile 30.1 ve 50.1 uyarınca aşağıda tanımlanmıştır.

**Pazar Değeri** - Pazar değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

**Makul Değer** - Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır. Aynı zamanda 50.4 maddesi ile makul değer kullanıma örnek olarak “Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi” ifadesi doğrultusunda Gelir Yaklaşımı’nda kullanılmıştır.

Belirtilen değer esasları ile uyumlu olarak Pazar Yaklaşımı ve İNA yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

### Değerleme çalışmasında kullanılan veriler

Şirket’in 30.06.2021, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 dönemi finansal tabloları ve Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış olan ilgili bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım’ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım olarak, Şirket’in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler kamuya açık kaynaklar, Bloomberg, Rasyonet ve Merger Market adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

### Şirket’in Halka Arz Edilecek Pay Başına Değerin Tespitinde Kullanılan Yöntemler

UDS’nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer esaslarına göre çalışmalar yapılmış ve Pazar Değeri için Pazar Yöntemi, Makul Değer için İNA Yöntemi kullanılmıştır.

Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi  
ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) analizi sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir

#### Değerleme Çalışmasında Kullanılan Değerleme Yaklaşımlarının Güçlü ve Zayıf Yönleri

Tablo 25 Değerleme Yaklaşımlarının Güçlü ve Zayıf Yönleri

| Değerleme Yöntemleri            | Avantaj                                                                                                                                                                                                                                                   | Dezavantaj                                                                                                                                       |
|---------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pazar Yaklaşımı – Benzer Şirket | Basit ve sezgiseldir                                                                                                                                                                                                                                      | Yakın dönemli tahminlerin şirketin genel potansiyelini olduğundan az göstermesi muhtemeldir                                                      |
|                                 | Yatırımcılar tarafından karşılaştırılabilir kuruluşlar için yapılan değerlemelerle bağlantılıdır<br>İlgili emsallerin seçiminde çeşitli makro, faaliyetssel ve finansal göstergelerine dayalı esneklik sağlar                                             | Coğrafi, ticari yapısı ve büyüme profili açısından gerçekten karşılaştırılabilir halka açık şirketler sınırlıdır                                 |
| Pazar Yaklaşımı – Benzer İşlem  | Basit ve sezgiseldir                                                                                                                                                                                                                                      | Azınlık payı işlem değerlemeleri belli işlem dinamikleri çerçevesinde mevcut piyasa değerlemelerinden farklılık gösterebilir                     |
|                                 | Azınlık işlemleri ile kontrol işlemleri ayrı olarak değerlendirilerek kontrol priminin tespiti hakkında esneklik sağlayabilir<br>Alıcılar değerlemeleri, daha derin bir değerlendirme analizini sağlayan detaylı inceleme çalışması sonrasında kabul eder | Kurumsal yönetim hakları ve belirli know how (gayrimaddi hak) devir düzenlemeleri gerçek değerlemenin daha az açıklayıcı olmasına neden olabilir |
| İNA                             | Doğrudan yatırımcıların nakit olarak elde edebileceği getirilerinden değer tespiti yapılmaktadır                                                                                                                                                          | Nakit akımlarının hesaplanması karmaşık bir işlem olup, gerekli düzeltmelerin yapılması gerekmektedir                                            |
|                                 | Şirketlerin ilerleyen yıllarda oluşturması beklenen değer göz önünde bulundurulmaktadır<br>Olası sinerjinin değere etkisi ölçülebilmektedir                                                                                                               | Devam eden büyüme oranı ve iskonto oranındaki değişikliklere güçlü duyarlılık göstermektedir                                                     |

İşbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak bu raporun 7. Sayfasında yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

#### **5.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi**

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değer tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir. Pazar yaklaşımı kapsamında kullanılacak olan benzer şirket araştırması sürecinde Bloomberg, Rasyonet ve Merger Market gibi veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır. Bloomberg ve Merger Market yurtdışı benzer şirketlerin araştırılmasında, Rasyonet yurtiçi benzer şirketlerin araştırılması sürecinde kullanılmıştır.

Benzer şirketlerin çarpanları 12.10.2021 tarihli verilerdir. Yurtdışında benzer şirket araştırmasında hijyen kağıt üreticileri haricinde kalan kağıt ve karton üreticileri benzer şirket olarak kabul edilmiştir.

Şirket'in halka arz sonrasında BIST Orman, Kağıt, Basım endeksinde işlem görebileceği değerlendirilmektedir. Dolayısı ile bu endeks kapsamında işlem gören gazete dergi basım haricinde kağıt üreticisi olan şirketler (36. Sayfada yer almaktadır) değerlemeye dahil edilmiştir. Söz konusu şirketlerin yukarıda belirtilen tarihteki değerlendirme çarpanları kullanılmıştır.

BIST Orman, Kağıt, Basım endeksine ek olarak yurtdışında ağırlıklı olarak takip edilen en yüksek piyasa değerine sahip şirketlerin işlem gördüğü BIST 100 endeks çarpanları da değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Benzer şirketlerin yukarıda belirtilen tarihteki değerlendirme çarpanları kartil hesaplamasına dahil edilmiş 1. Kartilden düşük ve 3. Kartilden büyük olan çarpanlar değerlemenin dışında tutulmuştur. Kalan çarpanların medyanı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

##### **5.1.1. Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples)**

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Şirket Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

##### **5.1.2. Benzer İşlem Çarpanları Analizi (Transaction Multiples)**

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin

coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

**Piyasa yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:**

- Piyasa yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların/değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş uygun değerlere uygulanarak şirket değer tespiti.

Uygun değerler normal bazda değerlemesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlemesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

**5.1.3. Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler**

30.06.2021 hesap dönemine ait FD / FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK değeri, PD / Net Kar çarpan analizinde kullanılan Net Kar, PD / DD çarpan analizinde kullanılan Özkaynak değeri ve FD / Satışlar çarpan analizinde kullanılan Satış Gelirleri aşağıda yer almaktadır. Söz konusu seçilmiş finansallar gelir tablosu kalemleri için 2021/6 seçilmiş finansal / 6 \* 12 formülü ile yıllıklandırılmıştır. Özkaynak 2021/6 dönemi bilançodaki veri üzerinden değerlemeye dahil edilmiştir. Şirket'in Pazar yaklaşımında kullanılacak olan finansal verilerinin dört değerleme çarpanının da kullanılmasına imkan sağlaması ve eşit ağırlıklandırarak değerlemeye dahil edilmesine bağlı olarak değerleme çalışmasında yukarıda belirtilen değerleme çarpanları kullanılmıştır. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerinden olan arsa değerindeki artış gelir tablosunu ve özkaynakları belirtilen dönemde etkilemesi nedeniyle PD / DD çarpanı ve F / K çarpanı aynı zamanda kullanılmıştır.

**Tablo 26: Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler**

| Mn TL                      | 2021/6 | 2021/6 Yıllıklandırılmış |
|----------------------------|--------|--------------------------|
| Özkaynaklar                | 790,9  | 790,9                    |
| Satışlar                   | 289,5  | 579,0                    |
| Brüt Kar                   | 62,7   | 125,5                    |
| Faaliyet Karı              | 47,1   | 94,2                     |
| Amortisman ve İtfa Payları | 4,3    | 8,6                      |
| FAVÖK                      | 51,4   | 102,8                    |
| Net Kar                    | 40,4   | 80,8                     |

**5.1.4. Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi**

Yurtdışı benzer şirketler yurtdışında organize bir borsaya kote olan, hijyen kağıt üreticileri haricinde kalan Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler olarak tespit edilmiştir. Benzer şirketler 2021/2Ç dönemine göre yıllıklandırılmış Brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı Bloomberg terminal verisi olarak alınmıştır. Şirket'in 2018 -2021/6 dönemi arasında gerçekleşmiş brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı aralıkları %22 - %27, %16 - %21 ve %18 - %22 olarak belirlenmiştir. Benzer şirketlerin marjları şirketin marjlarından birisini karşılayamıyorsa değerleme dışında tutulmuştur.

**Tablo 27: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri**

| Borsa Kodu       | Şirket Adı                    | Ülke       | Brüt Kar Marjı | Faaliyet Kar Marjı | FAVÖK Marjı |
|------------------|-------------------------------|------------|----------------|--------------------|-------------|
| UPM FH Equity    | UPM-KYMMENE OYJ               | Finlandiya |                | 40.8               | 16.6        |
| SUZB3-BZ Equity  | SUZANO SA                     | Brezilya   |                |                    |             |
| CMPC CI Equity   | EMPRESAS CMPC SA              | Şili       | 21.97          | 10.5               | 19.7        |
| 002078 CH Equity | SHANDONG SUN PAPER INDUST-R-A | Çin        | 18.93          | 16.4               |             |
| INKP IJ Equity   | INDAH KIAT PULP & PAPER TBK   | Endonezya  | 30.25          | 18.9               | 28.0        |
| 200488 CH Equity | SHANDONG CHENMING PAPER-B     | Çin        | 26.20          | 17.6               |             |
| 600966 CH Equity | SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A   | Çin        | 25.24          | 19.5               |             |
| 3880 JP Equity   | DAIO PAPER CORP               | Japonya    | 27.01          | 6.0                | 12.5        |
| TKIM IJ Equity   | PABRIK KERTAS TJIWI KIMIA PT  | Endonezya  | 14.38          | 4.0                | 13.1        |
| NVG PL Equity    | NAVIGATOR CO SA/THE           | Portekiz   | 59.20          | 11.9               | 21.0        |

|                   |                              |              |       |        |       |
|-------------------|------------------------------|--------------|-------|--------|-------|
| UFS-US-Equity     | DOMTAR CORP                  | Amerika      | 17.83 | -2.2   | 4.8   |
| 1907 TT Equity    | YFY INC                      | Tayvan       | 23.41 | 11.2   | 16.3  |
| SAP-SJ-Equity     | SAPPI LIMITED                | Güney-Afrika | 7.13  | -1.8   | 7.0   |
| ALTR-PL-Equity    | ALTRI-SGPS-SA                | Portekiz     | 57.03 | 14.9   | 26.4  |
| 600963-CH-Equity  | YUEYANG-FOREST & PAPER CO-A  | Çin          | 19.51 | 10.4   |       |
| 605007-CH-Equity  | QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A | Çin          | 23.13 | 17.9   |       |
| 1909-TT-Equity    | LONG-CHEN PAPER & PACKAGING  | Tayvan       | 17.58 | 8.1    | 13.1  |
| 3708-JP-Equity    | TOKUSHU-TOKAI PAPER CO-LTD   | Japonya      | 14.00 | 3.8    | 12.4  |
| VRS-US-Equity     | VERSO CORP-A                 | Amerika      | 4.79  | -21.1  | -2.7  |
| JKPAPER-IN-Equity | JK PAPER LTD                 | Hindistan    |       | 15.8   | 22.0  |
| 600793-CH-Equity  | YIBIN PAPER INDUSTRY CO-A    | Çin          | 6.13  | 2.0    |       |
| 002235-CH-Equity  | XIAMEN ANNE CORP -A          | Çin          | 26.09 | -185.8 |       |
| 603863-CH-Equity  | GUANGDONG SONGYANG RECYCLE-A | Çin          | 19.04 | 10.9   |       |
| 213500-KS-Equity  | HANSOL PAPER CO LTD          | Güney-Kore   | 18.20 | 3.7    | 9.6   |
| WCPM-IN-Equity    | WEST COAST PAPER MILLS LTD   | Hindistan    |       | 6.1    | 17.4  |
| IBG-SM-Equity     | IBERPAPEL GESTION SA         | İspanya      |       | -44.6  |       |
| 3864-JP-Equity    | MITSUBISHI PAPER MILLS LTD   | Japonya      | 14.52 | -0.5   | 4.7   |
| 3877-JP-Equity    | CHUETSU PULP & PAPER CO-LTD  | Japonya      | 16.44 | -0.8   | 7.1   |
| CRPR-LN-Equity    | CROPPER (JAMES) PLC          | İngiltere    |       |        |       |
| ANHPR-IN-Equity   | ANDHRA PAPER LTD             | Hindistan    |       | 8.0    | 16.3  |
| SATIA-IN-Equity   | SATIA INDUSTRIES LTD         | Hindistan    |       | 14.8   | 23.4  |
| ATC-PW-Equity     | ARCTIC PAPER SA              | Polonya      | 19.10 | 5.1    | 9.0   |
| KAUN-IN-Equity    | KUANTUM PAPERS LTD           | Hindistan    |       | 0.9    | 7.8   |
| 001020-KS-Equity  | PAPERCOREA INC               | Güney-Kore   | 14.92 | 7.2    | 10.2  |
| 001810-KS-Equity  | MOORIM SP CO LTD             | Güney-Kore   | 14.79 | 6.5    | 8.5   |
| SEPL-PA-Equity    | SECURITY PAPERS LTD          | Pakistan     | 37.80 | 36.5   | 41.2  |
| RNSP-IN-Equity    | SHREE RAMA NEWSPRINT LTD     | Hindistan    |       | -13.8  | -3.9  |
| GVT-VN-Equity     | VIET TRI PAPER JSC           | Vietnam      |       |        |       |
| STPM-IN-Equity    | STAR PAPER MILLS LTD         | Hindistan    |       | 6.6    | 8.6   |
| KMP-PW-Equity     | PRZEDSIĘBIORSTWO PRODUKCYJNO | Polonya      | 20.36 | 10.3   | 16.5  |
| SIPM-IN-Equity    | SOUTH INDIA PAPER MILLS LTD  | Hindistan    |       | 11.5   | 16.5  |
| SHYI-IN-Equity    | SHREYANS INDUSTRIES LTD      | Hindistan    |       | 1.3    | 3.9   |
| HHHP-VN-Equity    | HAI-PHONG-HOANG HA PAPER JSC | Vietnam      | 8.73  | 7.5    | 10.2  |
| MALP-IN-Equity    | MALU PAPER MILLS LTD         | Hindistan    |       | -2.2   | 1.0   |
| GPII-IN-Equity    | GANGA PAPERS INDIA LTD       | Hindistan    |       | 3.0    | 4.6   |
| MDP-MC-Equity     | MED PAPER SA                 | Fas          |       |        |       |
| DAP-VN-Equity     | DOPACK JSC                   | Vietnam      |       |        |       |
| SRBP-IN-Equity    | SHREE BHAWANI PAPER MILLS    | Hindistan    |       |        |       |
| CELLA-IN-Equity   | CELLA SPACE LTD              | Hindistan    |       | 22.1   | 40.0  |
| RMPM-IN-Equity    | RAMA PAPER MILLS LTD         | Hindistan    |       | 1.5    | 5.1   |
| SLP-IN-Equity     | SANGAL PAPERS LTD            | Hindistan    |       | 2.7    | 4.0   |
| MHPM-IN-Equity    | MOHIT PAPER MILLS LTD        | Hindistan    |       | -0.5   | 4.9   |
| CHDP-IN-Equity    | CHADHA PAPERS LTD            | Hindistan    |       | -5.9   | -3.3  |
| SRKT-IN-Equity    | SHREE KARTHIK PAPERS LTD     | Hindistan    |       | -8.2   | -3.5  |
| AGIO-IN-Equity    | AGIO PAPER & INDUSTRIES LTD  | Hindistan    |       |        |       |
| SRPM-IN-Equity    | SHREE RAJESHWARANAND PAPER-M | Hindistan    |       |        |       |
| SAFF-IN-Equity    | SAFFRON INDUSTRIES LTD       | Hindistan    |       | -27.0  | -10.4 |
| CRNP-IN-Equity    | CORAL NEWSPRINTS LTD         | Hindistan    |       | -51.5  | -49.7 |
| BPMI-US-Equity    | BADGER PAPER MILLS INC       | Amerika      |       |        |       |
| PTBTQ-US-Equity   | POPE & TALBOT INC            | Amerika      |       |        |       |

Kar marjları bazında yapılan eliminasyon sonrası kalan benzer şirketlerin yukarıda belirtilen değerlendirme çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır.

| Borsa Kodu         | Şirket Adı                   | Ülke      | F / K  | PD / DD | FD / FAVÖK | FD / Satışlar |
|--------------------|------------------------------|-----------|--------|---------|------------|---------------|
| CMPC CI Equity     | EMPRESAS CMPC SA             | Şili      | 9.71x  | 0.48x   | 6.28x      | 1.24x         |
| 002078-CH-Equity   | SHANDONG SUN PAPER INDUSTR-A | Çin       | 9.39x  | 1.67x   | 7.81x      | 1.74x         |
| INKP IJ Equity     | INDAH KIAT PULP & PAPER TBK  | Endonezya | 9.14x  | 0.75x   | 5.79x      | 1.62x         |
| 200488-CH-Equity   | SHANDONG CHENMING PAPER-B    | Çin       | 3.59x  | 0.49x   | 8.38x      | 2.00x         |
| 00600966-CH-Equity | SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A  | Çin       | 6.95x  | 2.00x   | 5.99x      | 1.45x         |
| NVG PL Equity      | NAVIGATOR CO SA/THE          | Portekiz  | 16.39x | 2.15x   | 9.60x      | 2.02x         |
| 1907 TT Equity     | YFY INC                      | Tayvan    | 7.74x  | 1.08x   | 6.67x      | 1.09x         |
| 605007-CH-Equity   | QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A | Çin       | 16.63x | 4.06x   | 12.30x     | 2.65x         |
| JKPAPER-IN-Equity  | JK PAPER LTD                 | Hindistan | 18.31x | 1.69x   | 11.14x     | 2.29x         |
| 002235-CH-Equity   | XIAMEN ANNE CORP -A          | Çin       | -      | 2.22x   | -          | 6.29x         |
|                    |                              | Medyan    | 9.39x  | 1.68x   | 7.81x      | 1.87x         |

Bloomberg sisteminden alınan çarpanlar sayfa 33'te anlatıldığı üzere kartil hesaplamasına tabi tutulmuş 1. kartilden küçük olan ve 3. kartil büyük olan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

| Borsa Kodu                      | Şirket Adı                     | Şirket Tanımı                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CMPC CI Equity                  | EMPRESAS CMPC SA               | Empresas CMPC S.A. ağaç ve orman ürünü üretimi yapmaktadır. Şirket selüloz, grafik kağıt, karton, ince kağıt, ofis kağıdı, gazete kağıdı, paket malzemeleri üretimi yapmaktadır.                                                                                                        |
| 002078 CH Equity                | SHANDONG SUN PAPER INDUSTR-A   | Shandong Sun Paper Industry Joint Stock Co.,Ltd. Kağıt ürünleri üreticisidir.                                                                                                                                                                                                           |
| INKP IJ Equity                  | INDAH KIAT PULP & PAPER TBK    | PT Indah Kiat Pulp & Paper Corporation Tbk Kağıt hamuru ve kağıt üreticisidir. Şirket yazı baskı kağıtları, kaplı ve kaplamasız günlük gazete, fotokopi kağıdı, oluklu karton kap, karton kutu üretimi yapmaktadır.                                                                     |
| 200488 CH Equity                | SHANDONG CHENMING PAPER-B      | Shandong Chenming Paper Holdings Limited kağıt ürünleri üretmektedir ve satmaktadır. Şirket Makine kağıdı, karton, kağıt hammadresi ve diğer ürünlerin üretimini yapmaktadır.                                                                                                           |
| 00600966 CH Equity              | SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A    | Shandong Bohui Paper Industrial Co., Ltd. Çeşitli kağıt ürünleri üreticisidir. Şirketin ürünleri arasında kırtasiye kağıdı, offset baskı kağıdı ve karton yer almaktadır.                                                                                                               |
| NVG PL Equity<br>1907 TT Equity | NAVIGATOR CO SA/THE<br>YFY INC | YFY Inc. kağıt hamuru ve çeşitli kağıt ürünleri üreticisidir.                                                                                                                                                                                                                           |
| 605007 CH Equity                | QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A   | Quzhou Wuzhou Special Paper Co., Ltd. kağıt ürünleri üretmektedir. Şirket, özel kağıt, ambalaj kağıdı, glasin kağıdı, aydınlatma kağıdı, gıda ambalaj kağıdı ve diğer ürünleri üretmektedir. Quzhou Wuzhou Special Paper, ürünlerini Çin genelinde satmaktadır.                         |
| JKPAPER IN Equity               | JK PAPER LTD                   | JK Paper Ltd. fotokopi kağıdı, renkli kartlar, kapak kağıtları, düz kağıt, beyaz ve renkli poster kağıdı ve kağıtla ilgili ürünler üreticisidir.                                                                                                                                        |
| 002235 CH Equity                | XIAMEN ANNE CORP -A            | Xiamen Anne Co.Ltd. kağıt ürünleri geliştirir, üretir ve pazarlar. Şirket, ticari bilgi kağıdı ve diğer kağıt ürünleri üretmektedir. Xiamen Anne, ayrıca telif hakkı ticareti ve katma değer, telif hakkı teknolojisi ve koruması, internet pazarlaması ve diğer işlerle uğraşmaktadır. |

Yurtdışı benzer şirketlerin F / K, PD / DD, FD / FAVÖK, FD / Satışlar çarpanları medyanı sırasıyla 9.39x, 1.68x, 7.81x ve 1.87x olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu çarpan değerlerine %25 eşit ağırlıklandırılarak 952,7 mn TL özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

**Tablo 28: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri Hesabı**

| Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları | Çarpan | Özkaynak Değeri (mn TL) | Ağırlık | Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL) |
|-----------------------------------|--------|-------------------------|---------|-----------------------------------|
| F / K                             | 9,39x  | 759,0                   | 25%     | 189,8                             |
| PD / DD                           | 1,68x  | 1,329,30                | 25%     | 332,2                             |
| FD / FAVÖK                        | 7,81x  | 720,7                   | 25%     | 180,2                             |
| FD / Satışlar                     | 1,87x  | 1,002,0                 | 25%     | 250,5                             |
| <b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>  |        |                         |         | <b>952,7</b>                      |

Kaynak: Bloomberg (12.10.2021)

### 5.1.5. Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Analizi

**Tablo 29: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpan Değerleri**

| İşlem Tarihi | Hedef Şirket                    | Alan Şirket                                     | FD / FAVÖK | PD / DD | F / K | FD / Satışlar |
|--------------|---------------------------------|-------------------------------------------------|------------|---------|-------|---------------|
| 11/13/2005   | Georgia-Pacific LLC             | Koch Industries Inc                             | 7,63       | 3,19    | 36,51 | 1,1           |
| 11/6/2000    | Willamette Industries Inc       | Weyerhaeuser Co                                 | 8,27       |         | 22,58 | 1,69          |
| 8/29/2001    | Mead Corp/The                   | Westvaco Corp                                   | 8,24       | 1,92    |       | 1,05          |
| 3/9/1998     | Bowater Pulp & Paper Canada Inc | Resolute FP US Inc                              |            |         |       | 1,7           |
| 9/16/2013    | Boise Inc                       | Packaging Corp of America,                      | 7,49       | 2,64    |       |               |
| 7/6/2004     | Navigator Co SA/The             | Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao       |            | 1,77    | 32,44 | 1,9           |
| 12/13/2000   | Soporcel SA                     | Navigator Co SA/The                             | 10,54      | 2,22    | 42,89 |               |
| 3/26/2001    | Pacifica Papers Inc             | Catalyst Paper Corp/Old                         | 10,16      |         |       | 1,95          |
| 11/8/2007    | Double A 1991 PCL               | Private Investor                                | 10,56      | 2,24    |       | 1,38          |
| 10/3/2001    | Aracruz Celulose SA             | Fibria Celulose S/A                             |            | 3,16    | 26,46 |               |
| 3/29/2011    | Andhra Paper Ltd                | International Paper Co                          |            |         | 43,2  |               |
| 8/14/1997    | SCA Hygiene Products SE         | Svenska Cellulosa AB SCA                        |            |         |       |               |
| 6/15/2016    | Andhra Paper Ltd                | International Paper Investments Luxembourg Sarl |            |         | 40,91 | 1,3           |
| 11/21/2012   | SCA Hygiene Products SE         | Svenska Cellulosa AB SCA                        | 5,62       | 2,23    | 20,15 | 0,86          |
| 5/29/2019    | Andhra Paper Ltd                | West Coast Paper Mills Ltd                      |            |         |       |               |
| 7/10/2000    | Cascades Fine Papers Group Inc  | Cascades Inc                                    |            | 2,24    | 15,17 |               |
| 10/31/2006   | Gescartao SGPS SA               | DS Smith Spain SA                               |            | 2,59    |       |               |

|               |                                           |                              |             |             |              |
|---------------|-------------------------------------------|------------------------------|-------------|-------------|--------------|
| 8/25/2004     | Phoenix Pulp & Paper PCL                  | Siam Cement PCL/The          | 7,26        | 1,94        |              |
| 6/3/2019      | Andhra Paper Ltd                          | West Coast Paper Mills Ltd   |             | 2,35        | 1,26         |
| 9/21/2001     | ITC Bhadrachalam Paper BDS                | ITC Ltd                      |             |             |              |
| 11/19/1999    | Leykam-Muerztaler Papier und Zellstoff AG | Sappi Ltd                    |             |             |              |
| 10/10/2001    | Phoenix Pulp & Paper PCL                  | Siam Pulp & Paper Co Ltd/The |             |             | 1,1          |
| 10/23/2000    | Celulose do Caima SGPS SA                 | Cofina SGPS SA               | 9,32        | 13,56       | 2,1          |
| 11/7/2012     | Rottneros AB                              | Arctic Paper SA              |             |             |              |
| <b>Medyan</b> |                                           |                              | <b>8,3x</b> | <b>2,2x</b> | <b>29,5x</b> |

Kaynak: Bloomberg, Merger Market (12.10.2021)

**Tablo 30: Yurtdışı Benzer İşlemler Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı**

| Yurtdışı Benzer İşlem Çarpanları | Baz    | Baz      | Ağırlık | Baz          |
|----------------------------------|--------|----------|---------|--------------|
| F / K                            | 29.45x | 2,380.67 | 25%     | 595          |
| PD / DD                          | 2.24x  | 1,771.59 | 25%     | 443          |
| FD / FAVÖK                       | 8.26x  | 766.33   | 25%     | 192          |
| FD / Satışlar                    | 1.34x  | 693.23   | 25%     | 173          |
| <b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b> |        |          |         | <b>1,403</b> |

Kaynak: Bloomberg, Merger Market (12.10.2021)

### 5.1.7. Yurtiçi BIST Orman Kağıt Basım Endeks Şirketleri Çarpan Analizi

BİST'te işlem görmekte olan Orman, Kağıt, Basım şirketlerinden gazete dergi basım haricindeki şirketlere ilişkin F / K çarpanı ve PD / DD, FD / FAVÖK ve FD / Satışlar çarpanları verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in halka arz sonrasında BIST Orman, Kağıt, Basım endeksinde işlem görebileceği değerlendirilmektedir.

**Tablo 31: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeksi Şirketleri Çarpanları**

|               | F / K       | PD / DD    | FD / FAVÖK  | FD / Satışlar | Varlık Betası |
|---------------|-------------|------------|-------------|---------------|---------------|
| ALKA          | 10.4        | 3,9        | 11,1        | 1,7           | 0,735         |
| BAKAB         | 27.7        | 3,3        | 11,0        | 1,1           | 0,709         |
| DURDO         | 47.1        | 6,2        | 10,1        | 1,8           | 0,263         |
| KAPLM         | 27.6        | 7,3        | 13,7        | 1,5           | 0,92          |
| KARTN         | 18.0        | 5,6        | 13,5        | 2,9           | 0,894         |
| OLMK          | 16.4        | 3,5        | 10,7        | 1,0           |               |
| ORMA          | 27.9        | 2,0        | 7,5         | 1,5           |               |
| PRZMA         | 8.8         | 1,7        | 40,5        | 3,0           |               |
| SAMAT         | 20.7        | 6,2        | 13,4        | 1,7           |               |
| TIRE          | 9.8         | 4,0        | 8,0         | 1,2           | 1,117         |
| VKING         | 5.2         | 4,4        | 29,2        | 1,9           |               |
| <b>Median</b> | <b>17.2</b> | <b>4,8</b> | <b>11,1</b> | <b>1,7</b>    | <b>0,81</b>   |

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(12.10.2021)

**Tablo 32: Yurtiçi BIST Orman, Kağıt, Basım Endeks Şirketleri Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri**

| Yurtiçi - BIST Kağıt Endeksi     | Çarpan | Özkaynak Değeri (mn TL) | Ağırlık | Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL) |
|----------------------------------|--------|-------------------------|---------|-----------------------------------|
| F / K                            | 17,17x | 1.388,10                | 25%     | 347,0                             |
| PD / DD                          | 4,79x  | 3.791,71                | 25%     | 947,9                             |
| FD / FAVÖK                       | 11,08x | 1.056,45                | 25%     | 264,1                             |
| FD / Satışlar                    | 1,68x  | 887,75                  | 25%     | 221,9                             |
| <b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b> |        |                         |         | <b>1.781,0</b>                    |

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(12.10.2021)

### 5.1.7. Yurtiçi BIST 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri

| Yurtiçi - BIST 100 Endeksi | Çarpan | Özkaynak Değeri (mn TL) | Ağırlık | Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL) |
|----------------------------|--------|-------------------------|---------|-----------------------------------|
| F/K                        | 6,97x  | 563,48                  | 25%     | 140,9                             |

35

**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

|                                  |       |        |     |              |
|----------------------------------|-------|--------|-----|--------------|
| PD/DD                            | 1,12x | 884,45 | 25% | 221,1        |
| FD / FAVÖK                       | 8,86x | 828,46 | 25% | 207,1        |
| FD / Satışlar                    | 1,49x | 781,48 | 25% | 195,4        |
| <b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b> |       |        |     | <b>764,5</b> |

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(12.10.2021)

## 5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilmesine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Şirket'in değeri (FD), indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının piyasa değeri de göz önüne alınabilir.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

Serbest nakit akımlarının bugüne iskonto edilmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılır. AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır.

AOSM'nun hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$AOSM = (M_s * S / (B + S)) + (M_b * B / (B + S) * (1 - v));$$

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

M<sub>b</sub> = Borçlanma Maliyeti

M<sub>s</sub> = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

B = Finansal Borç Tutarı

S = Sermaye Tutarı (özsermaye veya piyasa değeri)

V = Vergi oranı

### Sermaye Maliyeti

Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ("SVFM") bir yatırımla ilgili olarak belirli bir risk seviyesi dahilinde bir sermaye sahibinin talep ettiği getirinin tahmini değeridir. Model sermaye sahibinin beklediği getiriyi tahmin ederken aşağıdaki denklemi kullanır:

$$M_s = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f) + R_b$$

M<sub>s</sub> = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

R<sub>f</sub> = Risksiz getiri oranı

(R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub>) = Bütün şirketler için piyasa risk primi

R<sub>b</sub> = İşe dönük risk primi

Beta = Seçilmiş hisse senedi fiyatının borsa endeksine göre değişimleri

Sermaye maliyeti hesaplamasında kullanılan faktörler

**Beta faktörü:** Hisse senedi fiyatının genel piyasa endeksi değişimlerine göre hesaplanır ve bir hissenin riskini gösterir. Eğer hisse fiyatı endeksten daha fazla değişim gösterirse Beta faktörü > 1; daha az değişim gösterir ise Beta faktörü < 1 olur.

Sermaye Maliyeti ("Ms")'nin hesaplamasında yukarıda açıklanan SVFM formülü kullanılmıştır:

Piyasa risk primi: Sermaye piyasasındaki bir yatırım için risk primi risksiz bir yatırım ile daha fazla risk içeren bir yatırımın getiri beklentileri arasındaki farkları hesaba katar. Bu nedenle, sermaye piyasası ortalama getirisi ve risksiz bir yatırım getirisi arasındaki farka eşittir.

**Risksiz getiri oranı:** Herhangi bir piyasada yatırımcının olabilecek en düşük riskteki bir yatırımdan bekleyeceği minimum getiridir. Çoğu durumda, benzer vadeli bir devlet tahvili getirisi baz olarak alınır.

Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanması:

Nakit akımlarının bugünkü değeri, gelecekte oluşacağı varsayılan nakit akımları üzerine iskonto oranının matematiksel bir şekilde uygulanmasıyla hesaplanmaktadır. Hesaplanan toplam bugünkü değer, mali borç ve sermayeden oluşan toplam yatırılan sermaye değerinin tahminidir. Şirket'in sermayedarlar açısından değerini hesaplamak mali borcun piyasa değerinin şirket değerinden çıkarılması gerekir. İNA değeri aşağıdaki gibi hesaplanır:

NA, t senesi için nakit akımını göstermektedir.

Devam eden değer hesaplaması

Devam eden değer belli bir yıldan sonra sonsuza kadar devam eden dönemlere ait nakit akımlarının bugünkü değeridir. Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

$((DSSNA \times (1+g))/(AOSM-g)) \times (\text{İskonto Faktörü})$

DSSNA: Dönemi Sonu Serbest Nakit Akımı

g: devam eden değer için büyüme oranı beklentisi

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Faktörü: Devam eden dönem için iskonto faktörü

## Gelir Analizleri

Tablo 33: Brüt ve Net Satış Gelirleri

| Net Satış Gelirleri                        | 2021 T | 2022 T | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T  | 2028 T  | 2029 T  | 2030 T  | 2031 T  |
|--------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Enflasyon                                  | 16.20% | 12.60% | 10.10% | 10.10% | 10.10% | 10.10% | 8.50%   | 8.50%   | 8.50%   | 8.50%   | 8.50%   |
| Konya Tesis Satışları (ton)                | 65,100 | 73,150 | 81,275 | 89,500 | 97,850 | 99,300 | 100,500 | 101,800 | 103,000 | 104,500 | 105,000 |
| Konya Tesis Satışları (mn TL)              | 384.6  | 488.7  | 600.3  | 730.9  | 883.8  | 998.1  | 1,105.1 | 1,225.2 | 1,355.5 | 1,506.6 | 1,646.4 |
| Kağıt (ton)                                | 60,000 | 67,000 | 74,000 | 81,000 | 88,000 | 88,000 | 88,000  | 88,000  | 88,000  | 88,000  | 88,000  |
| Bobin                                      | 51,204 | 57,177 | 63,151 | 69,125 | 75,099 | 75,099 | 75,099  | 75,099  | 75,099  | 75,099  | 75,099  |
| Ebat                                       | 6,977  | 7,791  | 8,605  | 9,419  | 10,233 | 10,233 | 10,233  | 10,233  | 10,233  | 10,233  | 10,233  |
| Fotokopi                                   | 1,819  | 2,031  | 2,243  | 2,456  | 2,668  | 2,668  | 2,668   | 2,668   | 2,668   | 2,668   | 2,668   |
| Kağıt Satışları (mn TL)                    | 331.2  | 416.5  | 506.5  | 610.4  | 730.1  | 803.8  | 872.1   | 946.3   | 1,026.7 | 1,114.0 | 1,208.7 |
| Birim Satış Fiyatı (TL / ton)              | 5,521  | 6,216  | 6,844  | 7,535  | 8,296  | 9,134  | 9,911   | 10,753  | 11,667  | 12,659  | 13,735  |
| Matbaa (ton)                               | 3,600  | 4,150  | 4,775  | 5,500  | 6,350  | 7,300  | 8,000   | 8,800   | 9,500   | 10,500  | 10,500  |
| Matbaa (mn TL)                             | 39.1   | 50.8   | 64.4   | 81.6   | 103.8  | 131.3  | 156.1   | 186.4   | 218.3   | 261.8   | 284.0   |
| Birim Satış Fiyatı (TL / ton)              | 10,872 | 12,242 | 13,479 | 14,840 | 16,339 | 17,989 | 19,518  | 21,177  | 22,977  | 24,931  | 27,050  |
| Defter (ton)                               | 1,500  | 2,000  | 2,500  | 3,000  | 3,500  | 4,000  | 4,500   | 5,000   | 5,500   | 6,000   | 6,500   |
| Defter (TL)                                | 14.3   | 21.4   | 29.5   | 38.9   | 50.0   | 62.9   | 76.8    | 92.6    | 110.5   | 130.8   | 153.8   |
| Birim Satış Fiyatı (TL / ton)              | 9,509  | 10,707 | 11,788 | 12,979 | 14,290 | 15,733 | 17,071  | 18,522  | 20,096  | 21,804  | 23,657  |
| Güneşli Tesis Satışları (mn TL)            | 108.6  | 125.9  | 147.4  | 174.0  | 207.1  | 248.7  | 301.0   | 367.4   | 452.1   | 560.8   | 701.3   |
| Güneşli Tesis Satışları (km <sup>2</sup> ) | 22.4   | 23.1   | 24.5   | 26.3   | 28.4   | 31.0   | 34.6    | 38.9    | 44.1    | 50.5    | 58.2    |

|                                           |              |              |              |              |                |                |                |                |                |                |                |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Sıvamasız                                 | 3.5          | 3.6          | 3.8          | 4.1          | 4.4            | 4.8            | 5.3            | 6.0            | 6.7            | 7.7            | 8.8            |
| Ondüle E                                  | 5.1          | 5.3          | 5.7          | 6.1          | 6.7            | 7.3            | 8.2            | 9.3            | 10.6           | 12.2           | 14.1           |
| Ondüle B                                  | 5.5          | 5.6          | 6.1          | 6.5          | 7.1            | 7.9            | 8.9            | 10.1           | 11.5           | 13.3           | 15.4           |
| Döpel                                     | 8.3          | 8.5          | 9.0          | 9.5          | 10.2           | 11.1           | 12.2           | 13.6           | 15.3           | 17.3           | 19.8           |
| Birim Satış Fiyatı (TL m <sup>2</sup> )   | 4.8          | 5.5          | 6.0          | 6.6          | 7.3            | 8.0            | 8.7            | 9.4            | 10.2           | 11.1           | 12.1           |
| <b>Toplam Net Satış Gelirleri (mn TL)</b> | <b>493.2</b> | <b>614.6</b> | <b>747.7</b> | <b>904.9</b> | <b>1,091.0</b> | <b>1,246.7</b> | <b>1,406.1</b> | <b>1,592.6</b> | <b>1,807.6</b> | <b>2,067.4</b> | <b>2,347.7</b> |
| Konya Tesis Satışları (%)                 | 78%          | 80%          | 80%          | 81%          | 81%            | 80%            | 79%            | 77%            | 75%            | 73%            | 70%            |
| Güneşli Tesis Satışları (%)               | 22%          | 20%          | 20%          | 19%          | 19%            | 20%            | 21%            | 23%            | 25%            | 27%            | 30%            |

Kaynak: HALKI Analiz

Şirket Konya ve Güneşli olmak üzere iki tesiste üretim yapmaktadır. Konya tesislerinden yapılan üretimlerin ağırlık birimi ton, Güneşli Tesislerinde yapılan üretimin birimi m<sup>2</sup> dir. Üretim ve satış rakamları Şirket tarafından paylaşılmış olup birim satış fiyatları ayrı ayrı ürün bazında hesaplanmıştır. 2021 – 2031 projeksiyon dönemi boyunca 2020 yıl sonu birim satış fiyatları tahmini enflasyon oranında artırılmıştır.

**Tablo 34: Satılan Mal Maliyeti**

| Satılan Mal Maliyeti (mn TL)           | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025 T  | 2026 T  | 2027 T  | 2028 T  | 2029 T  | 2030 T  | 2031 T  |
|----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Net Satışlar                           | 493.2 | 614.6 | 747.7 | 904.9 | 1,091.0 | 1,246.7 | 1,406.1 | 1,592.6 | 1,807.6 | 2,067.4 | 2,347.7 |
| SMM                                    | 376.3 | 466.1 | 564.1 | 679.6 | 816.1   | 931.1   | 1,048.9 | 1,186.6 | 1,345.2 | 1,536.4 | 1,742.9 |
| Diğer Satılan malın maliyeti           | 354.5 | 441.7 | 537.4 | 650.4 | 784.1   | 896.0   | 1,010.6 | 1,144.6 | 1,299.1 | 1,485.8 | 1,687.3 |
| Personel                               | 14.3  | 16.1  | 17.7  | 19.5  | 21.5    | 23.6    | 25.6    | 27.8    | 30.2    | 32.8    | 35.5    |
| Amortisman                             | 7.5   | 8.3   | 9.0   | 9.7   | 10.6    | 11.4    | 12.6    | 14.2    | 15.9    | 17.8    | 20.1    |
| Diğer Satılan malın maliyeti/Net Satış | 72%   | 72%   | 72%   | 72%   | 72%     | 72%     | 72%     | 72%     | 72%     | 72%     | 72%     |
| SMM / Net Satışlar                     | 76%   | 76%   | 75%   | 75%   | 75%     | 75%     | 75%     | 75%     | 74%     | 74%     | 74%     |

Satılan mal maliyeti personel, amortisman ve diğer satılan mal maliyeti kalemi bazında kırılarak hesaplanmıştır. Personel giderleri enflasyon oranında, diğer satılan mal maliyeti satış gelirlerine oranı ve amortisman mevcut varlık ve sermaye harcamaları amortisman toplamı olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 35: Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)**

| Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)               | 2021T      | 2022T      | 2023T       | 2024T       | 2025 T      | 2026 T      | 2027 T      | 2028 T      | 2029 T      | 2030 T      | 2031 T      |
|-------------------------------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Satılan Mal Maliyeti                                        | 7.5        | 8.3        | 9.0         | 9.7         | 10.6        | 11.4        | 12.6        | 14.2        | 15.9        | 17.8        | 20.1        |
| Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri                          | 0.1        | 0.1        | 0.1         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.2         | 0.3         | 0.3         | 0.3         |
| Genel Yönetim Giderleri                                     | 1.1        | 1.2        | 1.3         | 1.4         | 1.6         | 1.7         | 1.9         | 2.1         | 2.3         | 2.6         | 3.0         |
| <b>Toplam Amortisman</b>                                    | <b>8.7</b> | <b>9.7</b> | <b>10.5</b> | <b>11.3</b> | <b>12.3</b> | <b>13.3</b> | <b>14.7</b> | <b>16.5</b> | <b>18.5</b> | <b>20.8</b> | <b>23.3</b> |
| Satılan Mal Maliyeti Amortismanı / Toplam Amortisman        | 86%        | 86%        | 86%         | 86%         | 86%         | 86%         | 86%         | 86%         | 86%         | 86%         | 86%         |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Amortismanı / Toplam Amortisman | 1%         | 1%         | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          | 1%          |
| Genel Yönetim Giderleri Amortismanı / Toplam Amortisman     | 13%        | 13%        | 13%         | 13%         | 13%         | 13%         | 13%         | 13%         | 13%         | 13%         | 13%         |

2020 yılsonu itibarıyla amortismanların %86'sı satılan mal maliyetine %1'i pazarlama satış ve dağıtım giderlerine ve %13'ü genel yönetim giderlerine yansıtılmaktadır. Amortismanların giderlere dağılımı 2021 – 2030 projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

## Faaliyet Giderleri

**Tablo 36: Toplam Faaliyet Giderleri**

| Faaliyet Giderleri (mn TL)         | 2021T       | 2022T       | 2023T       | 2024T       | 2025 T      | 2026 T      | 2027 T       | 2028 T       | 2029 T       | 2030 T       | 2031 T       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri | 22.1        | 27.1        | 32.6        | 38.9        | 46.5        | 52.9        | 59.4         | 67.0         | 75.7         | 86.2         | 97.5         |
| Genel Yönetim Giderleri            | 23.0        | 26.8        | 30.7        | 35.2        | 40.3        | 45.1        | 49.9         | 55.3         | 61.4         | 68.5         | 76.2         |
| <b>Toplam Faaliyet Giderleri</b>   | <b>45.1</b> | <b>54.0</b> | <b>63.3</b> | <b>74.1</b> | <b>86.7</b> | <b>98.0</b> | <b>109.3</b> | <b>122.3</b> | <b>137.1</b> | <b>154.7</b> | <b>173.7</b> |

**Tablo 37: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri**

| Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri (mn TL)   | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T |
|----------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Pazarlama Satış, Dağıtım Giderleri           | 22.1  | 27.1  | 32.6  | 38.9  | 46.5   | 52.9   | 59.4   | 67.0   | 75.7   | 86.2   | 97.5   |
| Diğer Pazarlama satış, dağıtım giderleri     | 18.7  | 23.3  | 28.4  | 34.3  | 41.4   | 47.3   | 53.4   | 60.5   | 68.6   | 78.5   | 89.1   |
| Personel                                     | 3.2   | 3.7   | 4.0   | 4.4   | 4.9    | 5.4    | 5.8    | 6.3    | 6.9    | 7.4    | 8.1    |
| Amortisman                                   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.2   | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.3    | 0.3    | 0.3    |
| Pazarlama satış, dağıtım giderleri/Net Satış | 4%    | 4%    | 4%    | 4%    | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     | 4%     |

Pazarlama satış ve dağıtım giderleri personel giderleri, amortisman ve diğer pazarlama satış ve dağıtım giderleri olarak kırılmış ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam pazarlama satış ve dağıtım gideri tahmin edilmiştir. Pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2018 – 2020 yılları arasında yaklaşık %4 olarak hesaplanmış 2021 – 2031 projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.

**Tablo 38: Genel Yönetim Giderleri**

| Genel Yönetim Giderleri           | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Genel Yönetim Giderleri           | 23.0  | 26.8  | 30.7  | 35.2  | 40.3   | 45.1   | 49.9   | 55.3   | 61.4   | 68.5   | 76.2   |
| Genel yönetim giderleri           | 8.3   | 10.3  | 12.6  | 15.2  | 18.3   | 20.9   | 23.6   | 26.7   | 30.3   | 34.7   | 39.4   |
| Personel                          | 13.6  | 15.3  | 16.8  | 18.5  | 20.4   | 22.5   | 24.4   | 26.5   | 28.7   | 31.2   | 33.8   |
| Amortisman                        | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.6    | 1.7    | 1.9    | 2.1    | 2.3    | 2.6    | 3.0    |
| Genel yönetim giderleri Net Satış | 2%    | 2%    | 2%    | 2%    | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     | 2%     |

Genel yönetim giderleri personel giderleri, amortisman ve diğer genel yönetim giderleri olarak kırılmış ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam genel yönetim gideri tahmin edilmiştir. Pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2018 – 2020 yılları arasında yaklaşık %2 olarak hesaplanmış 2021 – 2031 projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.

**Tablo 39: FAVÖK hesaplaması**

| FAVÖK ve FAVÖK Marjı | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Faaliyet Karı        | 71.9  | 94.5  | 120.3 | 151.2 | 188.1  | 217.7  | 248.0  | 283.7  | 325.3  | 376.3  | 431.1  |
| Amortisman           | 8.7   | 9.7   | 10.5  | 11.3  | 12.3   | 13.3   | 14.7   | 16.5   | 18.5   | 20.8   | 23.3   |
| FAVÖK                | 80.6  | 104.2 | 130.8 | 162.5 | 200.4  | 231.0  | 262.7  | 300.2  | 343.8  | 397.0  | 454.5  |
| FAVÖK Marjı (%)      | 16%   | 17%   | 17%   | 18%   | 18%    | 19%    | 19%    | 19%    | 19%    | 19%    | 19%    |

FAVÖK hesaplanan faaliyet karı + Amortisman formülü ile hesaplanmıştır. 2021 – 2030 arası ortalama FAVÖK marjı %18.0 olarak hesaplanmaktadır.

**Tablo 40: Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi**

| Ticari İşletme Sermayesi Değişimi (milyon TL) | 2020         | 2021 T       | 2022 T       | 2023 T       | 2024 T       | 2025 T       | 2026 T       | 2027 T       | 2028 T       | 2029 T       | 2030 T       | 2031 T        |
|-----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Satış Gelirleri                               | 408.0        | 493.2        | 614.6        | 747.7        | 904.9        | 1091.0       | 1246.7       | 1406.1       | 1592.6       | 1807.6       | 2067.4       | 2347.7        |
| Maliyet                                       | 306.0        | 376.3        | 466.1        | 564.1        | 679.6        | 816.1        | 931.1        | 1048.9       | 1186.6       | 1345.2       | 1536.4       | 1742.9        |
| <b>Ticari Alacaklar</b>                       | <b>70.5</b>  | <b>89.6</b>  | <b>111.7</b> | <b>135.9</b> | <b>164.4</b> | <b>198.2</b> | <b>226.5</b> | <b>255.5</b> | <b>289.4</b> | <b>328.4</b> | <b>375.6</b> | <b>335.2</b>  |
| Devir Hızı                                    | 5.8          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 5.5          | 7.0           |
| Gün                                           | 63.1         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 66.3         | 52.1          |
| <b>Stoklar</b>                                | <b>106.3</b> | <b>135.0</b> | <b>167.2</b> | <b>202.4</b> | <b>243.8</b> | <b>292.8</b> | <b>334.1</b> | <b>376.3</b> | <b>425.7</b> | <b>482.6</b> | <b>551.2</b> | <b>406.5</b>  |
| Devir Hızı                                    | 2.9          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 2.8          | 4.3           |
| Gün                                           | 126.8        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 131.0        | 85.1          |
| <b>Ticari Borçlar</b>                         | <b>14.9</b>  | <b>22.2</b>  | <b>27.5</b>  | <b>33.2</b>  | <b>40.0</b>  | <b>48.1</b>  | <b>54.8</b>  | <b>61.8</b>  | <b>69.9</b>  | <b>79.2</b>  | <b>90.5</b>  | <b>94.3</b>   |
| Devir Hızı                                    | 20.5         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 17.0         | 18.5          |
| Gün                                           | 17.8         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 21.5         | 19.8          |
| Ticari İşletme Sermayesi                      | 161.9        | 202.4        | 251.5        | 305.0        | 368.2        | 443.0        | 505.8        | 570.0        | 645.2        | 731.8        | 836.4        | 647.4         |
| <b>İşletme Sermayesi Değişimi</b>             | <b>53.4</b>  | <b>40.5</b>  | <b>49.0</b>  | <b>53.5</b>  | <b>63.2</b>  | <b>74.8</b>  | <b>62.8</b>  | <b>64.3</b>  | <b>75.2</b>  | <b>86.6</b>  | <b>104.5</b> | <b>-189.0</b> |

İşletme sermayesi hesabında devir hızları baz alınmış 2021 yılı için 2021/6 dönemi devir hızı üzerinden hesaplamalar yapılmıştır. 2021 – 2031 arası projeksiyon döneminde alacak devir hızının 7.0'a ulaşacağı, stok devir hızının 4.3'e yükseleceği ve ticari borç devir hızının 18.5'e yükseleceği öngörülmektedir. Yapılan hesaplamalar sonrasında tahmin edilen işletme sermayesi değişimi nakit akımı analizlerinde dikkate alınmıştır.

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 41: Yatırım Harcamaları ve Amortisman (mn TL)**

| Yatırım Harcamaları ve Amortisman       | 2020       | 2021 T     | 2022 T     | 2023 T      | 2024 T      | 2025 T      | 2026 T      | 2027 T      | 2028 T      | 2029 T      | 2030 T      | 2031 T      |
|-----------------------------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Satış Gelirleri                         | 408.0      | 493.2      | 614.6      | 747.7       | 904.9       | 1,091.0     | 1,246.7     | 1,406.1     | 1,592.6     | 1,807.6     | 2,067.4     | 2,347.7     |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller           | 202.6      | 322.0      | 322.0      | 322.0       | 322.0       | 322.0       | 322.0       | 322.0       | 322.0       | 322.0       | 322.0       | 322.0       |
| Maddi Duran Varlıklar                   | 150.8      | 189.2      | 189.2      | 189.2       | 189.2       | 189.2       | 189.2       | 189.2       | 189.2       | 189.2       | 189.2       | 189.2       |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar           | 1.0        | 1.4        | 1.4        | 1.4         | 1.4         | 1.4         | 1.4         | 1.4         | 1.4         | 1.4         | 1.4         | 1.4         |
| <b>Dönem Amortismanı</b>                | <b>5.3</b> | <b>8.2</b> | <b>8.5</b> | <b>8.4</b>  | <b>8.2</b>  | <b>8.0</b>  | <b>7.7</b>  | <b>7.5</b>  | <b>7.5</b>  | <b>7.5</b>  | <b>7.5</b>  | <b>7.5</b>  |
| Yatırım Harcamaları                     | 2.5        | 5.4        | 6.8        | 8.3         | 10.0        | 12.1        | 13.8        | 15.5        | 17.6        | 20.0        | 22.8        | 25.9        |
| Yatırım Harcamaları / Satış Gelirleri   | 0.67%      | 1.10%      | 1.10%      | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       | 1.10%       |
| Yatırım Harcamaları Amortismanı         |            | 0.5        | 1.2        | 2.0         | 3.0         | 4.3         | 5.6         | 7.2         | 8.9         | 10.9        | 13.2        | 15.8        |
| <b>Toplam Amortisman + İtfa Payları</b> | <b>5.3</b> | <b>8.7</b> | <b>9.7</b> | <b>10.5</b> | <b>11.3</b> | <b>12.3</b> | <b>13.3</b> | <b>14.7</b> | <b>16.5</b> | <b>18.5</b> | <b>20.8</b> | <b>23.3</b> |

Şirket'in yatırım harcamalarının satış gelirlerinin yaklaşık %1.1'i oranında olacağı öngörülmektedir.

**Tablo 42: AOSM Hesaplaması**

| AOSM                        | 2021/6        | 2021 T        | 2022 T        | 2023 T        | 2024 T        | 2025 T        | 2026 T        | 2027 T        | 2028 T        | 2029 T        | 2030 T        |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Risksiz Faiz Oranı (Rf)     | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        | 18.45%        |
| Beta                        | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          | 0.89          |
| Risk Primi (Erp)            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            | 5%            |
| Özkaynak Maliyeti           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           | 23%           |
| Borç Maliyeti               | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           | 13%           |
| Vergi Oranı                 | 25%           | 25%           | 23%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           | 20%           |
| Borç Maliyeti * (1 - Vergi) | 9%            | 9%            | 9%            | 10%           | 10%           | 10%           | 10%           | 10%           | 10%           | 10%           | 10%           |
| Borç / Özkaynak             | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          | 0.12          |
| Borç Ağırlığı               | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           | 11%           |
| Özkaynak Ağırlığı           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           | 89%           |
| <b>AOSM</b>                 | <b>21.50%</b> | <b>21.46%</b> | <b>21.49%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> | <b>21.53%</b> |

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Sermaye Varlıkları Fiyatlaması Modeli kullanılmıştır. Söz konusu bu modele göre, T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından TL cinsinden ihraç edilen TRT131130T14 ISIN Kodlu 10 yıl vadeli TL tahvil getirisi (13.10.2021 tarihi itibarıyla), riskten arındırılmış faiz oranı (Alış (%18.460) ve Satış (%18.430) getiri oranları ortalaması) olarak belirlenmiştir. Getiri oranları Bloomberg terminal üzerinden alınmıştır.

Risk Primi, Piyasa riski (Rm) – Risksiz Faiz Oranı (Rf) formülü ile hesaplanmıştır. 13.10.2021 tarihi itibarıyla Rm 23.60% ve Rf 18.45% olarak hesaplanmış kaynak olarak Bloomberg kullanılmıştır. Aradaki fark 5.2% olup değerlendirilerek %5 olarak dikkate alınmıştır.

Beta, BIST KAGT Endeksinde işlem gören şirketlerin 12.10.2021 tarihli varlık betası olup Şirket'in Borç / Özkaynak oranına göre düzeltilmiştir.

Özkaynak Maliyeti Sermaye Varlıklarının Fiyatlaması Modeli ile hesaplanmıştır.

Buna göre Özkaynak Maliyeti  $R_f + \beta (R_m - R_f)$  formülü ile hesaplanmaktadır.

#### **Borç Maliyeti Hesaplaması**

Şirket'in mevcut durumda kullandığı TL-Dolar ve Euro cinsinden kredilerin TL maliyetleri tahmin edilmiştir. Tahmin edilen TL maliyetleri kredi tutarlarına göre ağırlıklandırılarak bulunan değer, ağırlıklı borçlanma maliyeti olarak dikkate alınmıştır.

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 43: Borç Maliyeti Hesaplaması**

| Borç Maliyeti                  | Faiz Oranı | Aralığı | Ortalama Faiz Oranı | TL Tutarı         | T <sub>Rm</sub> | Euro <sub>Rm</sub> | T <sub>Rm</sub> - Euro <sub>Rm</sub> | Tahvil Spread | TL Borçlanma Maliyeti | Ağırlık | Ağırlıklı Borçlanma Maliyeti |
|--------------------------------|------------|---------|---------------------|-------------------|-----------------|--------------------|--------------------------------------|---------------|-----------------------|---------|------------------------------|
| <b>Kısa Vadeli Borç</b>        |            |         |                     |                   |                 |                    |                                      |               |                       |         |                              |
| TL Kredi                       | 7.50%      | 15.96%  | 11.73%              | 23,801,200        |                 |                    |                                      |               | 11.73%                | 25.4%   | 3.0%                         |
| Euro Kredi                     | 2.35%      | 2.70%   | 2.53%               | 14,148,365        | 23.80%          | 13.02%             | 10.78%                               | 3.91%         | 17.21%                | 15.1%   | 2.6%                         |
| <b>Uzun Vadeli Borç</b>        |            |         |                     |                   |                 |                    |                                      |               |                       |         |                              |
| TL Kredi                       | 7.50%      | 15.96%  | 11.73%              | 36,191,110        |                 |                    |                                      |               | 11.73%                | 38.6%   | 4.5%                         |
| Euro Kredi                     | 2.35%      | 2.70%   | 2.53%               | 14,148,365        | 23.80%          | 13.02%             | 10.78%                               | 3.91%         | 17.21%                | 15.1%   | 2.6%                         |
| <b>Kısa + Uzun Vadeli Borç</b> |            |         |                     |                   |                 |                    |                                      |               |                       |         |                              |
| TL Kredi                       | 7.50%      | 15.96%  | 11.73%              | 59,992,310        |                 |                    |                                      |               | 11.73%                | 64.0%   | 7.5%                         |
| Euro Kredi                     | 2.35%      | 2.70%   | 2.53%               | 28,296,730        | 23.80%          | 13.02%             | 10.78%                               | 3.91%         | 17.21%                | 30.2%   | 5.2%                         |
| Diğer Finansal Yükümlülükler   | 0.00%      | 0.00%   | 0.00%               | 5,494,740         |                 |                    |                                      |               |                       | 5.9%    | 0.0%                         |
| <b>Toplam Borç</b>             |            |         |                     | <b>93,783,780</b> |                 |                    |                                      |               |                       |         | <b>12.7%</b>                 |

T<sub>Rm</sub> - 13.10.2021 tarihi itibarıyla Türkiye hisse senedi piyasası getiri oranı %23,79 olarak Bloomberg'den alınmıştır.

Euro<sub>Rm</sub> - 13.10.2021 tarihi itibarıyla Avrupa Bölgesi hisse senedi piyasası getiri oranı %13,02 olarak Bloomberg'den alınmıştır.

Euro krediler piyasa getiri oranı farkı tahvil spreadlerine göre düzeltilmiştir. Yapılan hesaplamalar sonucunda borç maliyeti %12,7 olarak hesaplanmıştır.

#### Hedef Finansal Borç / Özkaynak Oranı

Şirket Yönetimi ile yapılan görüşmeler ışığında Şirket'in projeksiyon dönemi içerisinde sermaye artışı yapmayı düşünmedikleri ve sadece kapasiteyi koruyucu yatırımlar yapılacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla geçmiş dönemdeki ortalama finansal borç / özkaynak oranına benzer olan %11.0 borç - %89.0 ortalama özkaynak dağılımının devam edeceği tahmin edilmiştir.

\*22 Nisan 2021 Perşembe günü 31462 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 7316 sayılı Kanunu Madde 11 Kapsamında;

“MADDE 11 – 13/6/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununa aşağıdaki geçici madde eklenmiştir.

“GEÇİCİ MADDE 13 – (1) Bu Kanunun 32 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan %20 oranı, kurumların 2021 yılı vergilendirme dönemine ait kurum kazançları için %25, 2022 yılı vergilendirme dönemine ait kurum kazançları için %23 olarak uygulanır. Bu oranlar özel hesap dönemi tayin edilen kurumlar için ilgili yıl içinde başlayan hesap dönemlerine ait kazançlarına uygulanır.”” denilmektedir. Vergi hesaplamalarında belirtilen oranlar dikkate alınmış 2023 sonrası %20 olarak kullanılmıştır.

**Tablo 44: İndirgenmiş Nakit Akışları**

| İNA Değerlemesi         | 2018  | 2019  | 2020  | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Satış gelirleri         | 378   | 400   | 408   | 493   | 615   | 748   | 905   | 1,091  | 1,247  | 1,406  | 1,593  | 1,808  | 2,067  | 2,348  |
| Satış değişim (%)       |       | 5.8%  | 8.0%  | 20.9% | 24.6% | 21.6% | 21.0% | 20.6%  | 14.3%  | 12.8%  | 13.3%  | 13.5%  | 14.4%  | 13.6%  |
| Brüt kar marjı (%)      | 19.2% | 25.0% | 19.2% | 23.7% | 24.2% | 24.6% | 24.9% | 25.2%  | 25.3%  | 25.4%  | 25.5%  | 25.6%  | 25.7%  | 25.8%  |
| Brüt kar                | 102   | 77    | 102   | 117   | 148   | 184   | 225   | 275    | 316    | 357    | 406    | 462    | 531    | 605    |
| Faaliyet karı marjı (%) | 20.6% | 10.4% | 15.8% | 14.6% | 15.4% | 16.1% | 16.7% | 17.2%  | 17.5%  | 17.6%  | 17.8%  | 18.0%  | 18.2%  | 18.4%  |
| Faaliyet karı           | 78    | 42    | 65    | 72    | 95    | 121   | 151   | 188    | 218    | 248    | 284    | 325    | 376    | 431    |



|                                                     |       |       |       |                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-----------------------------------------------------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Amortisman                                          | 5     | 7     | 9     | 9              | 10     | 10     | 11     | 12     | 13     | 15     | 16     | 18     | 21     | 23     |
| FAVÖK marjı (%)                                     | 22.0% | 12.2% | 18.0% | 16.3%          | 17.0%  | 17.5%  | 18.0%  | 18.4%  | 18.5%  | 18.7%  | 18.8%  | 19.0%  | 19.2%  | 19.4%  |
| FAVÖK                                               | 83    | 49    | 73    | 81             | 104    | 131    | 163    | 200    | 231    | 263    | 300    | 344    | 397    | 454    |
| + / - işletme sermayesi değişimi                    | 0     | 0     | 0     | 41             | 49     | 54     | 63     | 75     | 63     | 64     | 75     | 87     | 105    | (189)  |
| - Yatırım harcamaları                               | 0     | 1     | 1     | 5              | 7      | 8      | 10     | 12     | 14     | 16     | 18     | 20     | 23     | 26     |
| Vergi (-)                                           | (17)  | (9)   | (13)  | (18)           | (22)   | (24)   | (30)   | (38)   | (44)   | (50)   | (57)   | (65)   | (75)   | (86)   |
| Firma serbest nakit akışları                        | 66    | 39    | 59    | 17             | 27     | 45     | 59     | 76     | 111    | 133    | 151    | 172    | 194    | 531    |
| AOSM                                                |       |       |       | 21.46%         | 21.49% | 21.53% | 21.53% | 21.53% | 21.53% | 21.53% | 21.53% | 21.53% | 21.53% | 21.53% |
| Baz yıl                                             |       |       |       | 0.18           | 1.18   | 2.18   | 3.18   | 4.18   | 5.18   | 6.18   | 7.18   | 8.18   | 9.18   | 10.18  |
| İskonto faktörü                                     |       |       |       | 0.97           | 0.80   | 0.65   | 0.54   | 0.44   | 0.36   | 0.30   | 0.25   | 0.20   | 0.17   | 0.14   |
| İskontolu firma serbest nakit akışları              |       |       |       | 16             | 21     | 29     | 32     | 34     | 40     | 40     | 37     | 35     | 32     | 73     |
| Σ İskontolu firma serbest nakit akışları            |       |       |       | 385            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Uç değer büyüme oranı                               |       |       |       | 5%             |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Uç değer @ 5%                                       |       |       |       | 3,374          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| İndirgenmiş uç değer @ %21.52 (2021 -2031 Ortalama) |       |       |       | 458            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Firma değeri                                        |       |       |       | 843.8          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| + Nakit                                             |       |       |       | 11.2           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| + Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller*                    |       |       |       | 303.1          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| - Borç                                              |       |       |       | -93.8          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| <b>Öz kaynak değeri</b>                             |       |       |       | <b>1,064.3</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |

\*Yatırım amaçlı gayrimenkullerden binalar amortisman hesabı üzerinden değerlemeye dahil edilmektedir. Buna karşılık Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflanan ve gerçeğe uygun değeri ile kayıtlarda yer alan arsa faaliyet dışı varlık olarak kabul edilmiş ve 2020 yıl sonu değeri ile değerlemeye dahil edilmiştir. Söz konusu varlık kısa sürede elden çıkarılırsa veya arsa üzerinde sınıfını değiştirmesine neden olacak şekilde bir proje yapılırsa eklemeye yapılmayacağı için farklı sonuçlara ulaşılabilir.

  
**HALKYATIRIM**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 6. DEĞERLEME VE SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerlendirme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir.

Piyasa Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 45: Değerleme Yöntemleri Sonuçları**

| Mn TL                                            | Hesaplanan Özsermaye Değeri | Ağırlık (%) | Özsermaye Değeri |
|--------------------------------------------------|-----------------------------|-------------|------------------|
| İndirgenmiş Nakit Akışları                       | 1.064,3                     | 50,0%       | 532,1            |
| Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirket Çarpanları - YD | 952,7                       | 12,5%       | 119,1            |
| Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları - YD  | 1.403,0                     | 12,5%       | 175,4            |
| Piyasa Yaklaşımı - BIST100                       | 764,5                       | 12,5%       | 95,6             |
| Piyasa Yaklaşımı - BIST KAGIT                    | 1.781,0                     | 12,5%       | 222,6            |
| <b>Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri</b>            |                             |             | <b>1.144,8</b>   |

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri **1.144.768.959,3 TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

**Tablo 46: Halka Arz İskontosu ve Pay Değeri Hesabı**

| Sonuç                             | (TL)            |
|-----------------------------------|-----------------|
| Nominal Sermaye Tutarı            | 130.000.000     |
| Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri    | 1.144.768.959,3 |
| Halka Arz Öncesi Pay Başına Değer | 8,81            |
| Halka Arz İskontosu               | 21,08%          |
| <b>Halka Arz Pay Fiyatı</b>       | <b>6,95</b>     |

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz öncesi iskonto oranı %21,08 olarak hesaplanmaktadır.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri



## Ek 1: Yetkinlik Beyanı

### T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

26 Ekim 2021

#### Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 26 Ekim 2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Aynı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Zafer Mustafaoglu  
Müdür

Bülent Sezgin  
Genel Müdür  
ve Yönetim Kurulu Üyesi

## Ek 2: Sorumluluk beyanı

### T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

26 Ekim 2021

#### Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 26 Ekim 2021 tarihli Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Zafer Mustafaoglu

Bülent Sezgin

Müdür

Genel Müdür  
ve Yönetim Kurulu Üyesi

### Ek 3: Lisans Belgeleri

**Bülent Sezgin**

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/C9600125-9A8C-415D-8CD6-D9AE4FED81A2>**



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si (Doğrulama Bağlantısı)

**SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

| KURULUŞ                                                                           | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|---------------|
|  | 1.09.2005          | 201018         | AKTİF LİSANS  |

**BÜLENT SEZGİN**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başanlı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

**Zafer Mustafaoglu**

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>**



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si (Doğrulama Bağlantısı)

**SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

| KURULUŞ                                                                             | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|---------------|
|  | 2.09.2003          | 200195         | AKTİF LİSANS  |

**ZAFER MUSTAFAOĞLU**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başanlı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

**Recep Bozkurt**

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/424F1398-EA31-4920-BF53-B172B59EDC46>**



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si (Doğrulama Bağlantısı)

**SER MAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

| KURULUŞ                                                                             | DÜZENLENDİĞİ TARİH | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------|---------------|
|  | 30.01.2013         | 206166         | AKTİF LİSANS  |

**RECEP BOZKURT**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başanlı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir Üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

**HALKYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Menevşe Özdemir Dilidüzgün**

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/C9600125-9A8C-415D-8CD6-D9AE4FED81A2>**



Paylaş

LinkedIn

İnteraktif UPL Doğrulama Bağlantısı

**SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının kurumsal bir marka olma yolunda etkili bir yapıya kavuşmasını amaçlayan faaliyetlerine ve sermaye piyasasına katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

|                                                                                   |                     |                |                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| KURULUŞ                                                                           | DÜZENLENDİĞİ TARİHİ | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU                                                                       |
|  | 23.03.2015          | 205720         |  |

**MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

**Notlar:**

Bu belgeyi sahip olan kişi, Sermaye Piyasası Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınıfı temsiliyetinden başlayarak ve 4 yıldık yetkileştirme düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık kuruluşlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabiliyor. İlgili SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerden oluşan belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>**



Paylaş

LinkedIn

İnteraktif UPL Doğrulama Bağlantısı

**SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının kurumsal bir marka olma yolunda etkili bir yapıya kavuşmasını amaçlayan faaliyetlerine ve sermaye piyasasına katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

|                                                                                   |                     |                |                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| KURULUŞ                                                                           | DÜZENLENDİĞİ TARİHİ | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU                                                                       |
|  | 24.03.2015          | 302446         |  |

**MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN**, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

**Notlar:**

Bu belgeyi sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 5 sınıfı temsiliyetinden başlayarak ve 4 yıldık yetkileştirme düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık kuruluşlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabiliyor. İlgili SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerden oluşan belge olan Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/424F1398-EA31-4920-BF53-B172B59EDC46>**



Paylaş

LinkedIn

İnteraktif UPL Doğrulama Bağlantısı

**SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının kurumsal bir marka olma yolunda etkili bir yapıya kavuşmasını amaçlayan faaliyetlerine ve sermaye piyasasına katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

|                                                                                     |                     |                |                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| KURULUŞ                                                                             | DÜZENLENDİĞİ TARİHİ | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU                                                                         |
|  | 17.02.2016          | 302420         |  |

**MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN**, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

**Notlar:**

Bu belgeyi sahip olan kişi, Kredi Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 sınıfı temsiliyetinden başlayarak ve 4 yıldık yetkileştirme düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık kuruluşlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabiliyor. İlgili SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerden oluşan belge olan Kredi Derecelendirme Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

**SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:**

**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>**



Paylaş

LinkedIn

İnteraktif UPL Doğrulama Bağlantısı

**SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının kurumsal bir marka olma yolunda etkili bir yapıya kavuşmasını amaçlayan faaliyetlerine ve sermaye piyasasına katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

|                                                                                     |                     |                |                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| KURULUŞ                                                                             | DÜZENLENDİĞİ TARİHİ | BELGE NUMARASI | LİSANS DURUMU                                                                         |
|  | 13.02.2017          | 712362         |  |

**MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN**, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

**Notlar:**

Bu belgeyi sahip olan kişi, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı türüne ait 5 sınıfı temsiliyetinden başlayarak ve 4 yıldık yetkileştirme düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık kuruluşlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabiliyor. İlgili SPL tarafından verilen mesleki yeterlik, bilgi ve becerilerden oluşan belge olan Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin** [Tıklayınız](#)

  
**HALKİYATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.