

**İř Yatırım Menkul Değerler A.ř.**

**Konya Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.ř.**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**

16 Kasım 2021

**İř YATIRIM**



## **İçindekiler**

---

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi .....	5
3	Finansal Durum.....	7
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi .....	10
4.1	Pazar Yaklaşımı .....	11
4.2	Gelir Yaklaşımı .....	17
5	Görüş .....	19
5.1	Pazar Yaklaşımı .....	19
5.2	Gelir Yaklaşımı .....	20
5.3	Sonuç .....	20

---

## Önemli Not

*İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Konya Kağıt", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım'ın hazırladığı 26 Ekim 2021 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.*

## 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Tarihi	18-19 Kasım 2021
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Oransal Dağıtım Yöntemi
Halka Arz Metodu	Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Sermaye	130.000.000 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	26.000.000 TL*
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	<p>Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapmama ve dolaşımdaki pay miktarını artırmama taahhüdünde bulunmuştur.</p> <p>Halka Arz Eden Pay Sahibi Bera Holding A.Ş. maliki olduğu Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bir yıl süreyle, halka arz edilen paylar dışında kalan maliki olduğu Şirket paylarının halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceği taahhüdünde bulunmuştur.</p>
Halka Arz Sonrası Sermaye	130.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,00
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Halk Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Tahsisat Grupları	<p>Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %30 (7.800.000 adet)</p> <p>Yüksek Başvurulu Yatırımcılar: %30 (7.800.000 adet)</p> <p>Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %30 (7.800.000 adet)</p> <p>Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %10 (2.600.000 adet)</p>
Fiyat İstikrarı	<p>Payların BİST'te işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır. Ortak satışı yoluyla satışa sunulacak paylarının tamamının satılmış olup olmamasından bağımsız olarak elde edilecek olan brüt halka arz gelirinin %30'una kadar olan kısmının fiyat istikrarı işlemleri için kullanılması planlanmaktadır.</p>
Halka Arz Satış Fiyatı	6,95 TL

Kaynak: Halk Yatırım, İzahname

\*Bera Holding A.Ş. 'ne ait 26.000.000 TL nominal bedelli toplam 26.000.000 adet paylar

Tablo 2: Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermaye Payı (%)	Sermaye (TL)	Sermaye Payı (%)
Bera Holding A.Ş.	129.999.999	100,00	103.999.999	80,00
Halka Açık Paylar	-	-	26.000.000	20,00
Mustafa Ulvi Bezirci	1	0,00	1	0,00
<b>TOPLAM</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: İzahname

## 2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket Esas Sözleşmesine göre, başlıca şu konularda faaliyet gösterecektir:

- Her türlü kâğıt ve benzeri karton, mukavva oluklu mukavva imali ile kâğıttan mamul her türlü defter, mektup kâğıtları ve sürekli formları ile diğer baskısız her türlü kâğıt çeşitleri ve baskı işleri için gerekli tesisleri kurarak yerli ve yabancı dilde olmak üzere kitap, broşür, mecmua basım ile her türlü kırtasiye ve büro teçhizatının imalat ve pazarlaması ve bunlara ilişkin işletme ve tesisler kurulması ve bunların işletilmesi.
- Oluklu mukavva tesisleri işletmek, mikrodalga sıvama tesisleri ile koli üretim ve baskı tesisleri kurmak, sözlü, yazılı, sesli ve görüntülü basın ve yayım işletmeleri ile matbaalar kurarak, kendi veya başkaları nam ve hesabına hazırlamak, çoğaltmak, dağıtmak, işletmek.
- Elektrik Piyasası mevzuatına uygun olarak, esas olarak kendi elektrik enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere Otoprodüktör Lisansı çerçevesinde elektrik enerjisi üretmek, üretim faz olması halinde söz konusu mevzuat çerçevesinde üretilen elektrik enerjisi ve / veya kapasiteyi lisans sahibi diğer tüzel kişilere ve serbest tüketicilere satmak ve ticari olmamak kaydıyla tesis ile ilgili tüm teçhizat ve yakıtın ithal edilebilmesine ilişkin faaliyette bulunmak.
- İştiğal konularıyla ilgili kullanılan makina ve donanımları ile bunların yedek parça ve aksesuarlarının alımı, satımı, imali, ithali ve ihracını yapmak.

Şirket, fiilen kâğıt ve defter üretimi ile matbaacılık faaliyeti ve Elektrik Piyasası mevzuatı çerçevesinde esas olarak kendi elektrik ve buhar enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere Otoprodüktör Lisansı gerekesinde elektrik enerjisi üretiminde bulunmaktadır. Şirket' in Konya Merkez fabrikasında kâğıt üretim tesisi, defter üretim tesisi ve matbaa tesisi yer almakta iken Güneşli Şube'de yalnızca matbaa tesisi bulunmaktadır.

Kâğıt makinesi 50 - 200 gr/m<sup>2</sup> aralığında bobin ve ebat kâğıtlar ile A3, A4, A5 ebatlarında fotokopi kâğıdı üretimi yapmaktadır.

Şirket, kâğıt üretimiyle ilgili olarak 98.842 ton / yıl üretim kapasitesine sahiptir. Kâğıt üretimi, içinde yoğun enerji, su ve kimyasal maddeler kullanılan bir orta - ağır sanayi koludur.

Gramaj düştükçe ağırlık cinsinden üretim miktarı azalır. Gramaj yükseldikçe ağırlık cinsinden üretim miktarı artar. En yoğun kullanılan üretim aralığı 80 gr/m<sup>2</sup> baz alınarak yapılan üretimdir.

Şirket Merkez fabrikasında bulunan defter üretim tesisinde TS 4544 Okul Defteri Standardına uygun spiralli, tek ortalı, tel dikişli okul defterlerinin tüm çeşitleri, özel tasarım spiralli karton ve plastik helezon spiralli PP kapaklı defterler, ayrıçlı defterler, güzel yazı defterleri, resim defterleri ve resim kâğıtları, parşömen kâğıtlar, küp bloklar, A4 - A5 bloknotlar, fon karton çeşitleri de üretilmektedir. Defter tesisi 10.002 ton / yıl üretim kapasitesine sahiptir.

Ayrıca Şirket'in biri merkezde diğeri İstanbul Güneşli Şube'de olmak üzere iki adet Matbaa Tesisi bulunmaktadır.

Merkez adresinde bulunan Matbaa Tesisinde 180 gr ile 450 gr arası değişik gramajlarda her çeşit karton üzerine baskı yapılmaktadır. Bunun yanında ofset baskılı, sıvamalı, mikrodalga karton kutu ambalaj üretimi de yapılmaktadır. 21.934 ton / yıl karton işleme kapasitesine sahiptir.

Şirket'in Güneşli Şubesi'nde bulunan Matbaa Tesisi, 16.423 ton / yıl (36.300.000 m<sup>2</sup> /yıl) üretim kapasitesi ile matbaacılık faaliyetinde bulunmaktadır.

Özet olarak belirtilecek olursa, 1995 yılında kurulan ve 2003 yılında Kombassan Konya Matbaa Basım Ambalaj İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi devralan Şirket'in esas faaliyet konusu kâğıt, kâğıt türevlerinin üretimi ile İstanbul ve Konya Merkez'de bulunan matbaa tesislerinde yapılan matbaacılık faaliyeti ile ağırlıklı olarak karton esaslı ambalaj üretimidir. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörler esas itibarıyla kâğıt, matbaacılık ve karton esaslı ambalaj sektörüdür.

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

**Tablo 3: Faaliyet Kategorileri**

<b>Faaliyet Kategorileri (TL)</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>30.06.2021</b>
Bobin, Ebat, Fotokopi	265.597.915	269.870.082	274.868.108	197.133.552
Matbaa	42.998.325	39.879.467	34.217.205	20.548.716
Defter	6.117.672	7.628.780	3.506.751	2.713.253
Ambalaj Kutuları	58.309.155	73.819.745	91.240.693	66.240.494
Palet	509.038	236.439	334.410	220.532

Faaliyet Kategorileri (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Hurda Matbaa	1.380.466	1.700.313	1.837.495	1.892.743
Ticari Mal ve Diğer	2.986.455	6.690.236	1.960.224	751.475
<b>Net Satışlar Toplam</b>	<b>377.899.026</b>	<b>399.825.062</b>	<b>407.964.886</b>	<b>289.500.765</b>

Kaynak: Halk Yatırım

### 3 Finansal Durum

Tablo 4: Gelir Tablosu

(TL)	GELİR TABLOSU				
	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Hasılat	377.899.026	399.825.062	407.964.886	224.309.835	289.500.765
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)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	77.968.064	41.569.301	64.507.770	41.854.407	47.107.914
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 Gelirleri	37.577.680	12.178.504	20.023.245	10.393.326	11.370.168
Finansman Giderleri	(52.207.699)	(21.370.960)	(23.513.504)	(9.279.907)	(9.708.770)
<b>Vergi Öncesi Kar</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>
Vergi Gideri	(16.767.486)	(6.603.660)	(29.159.051)	(19.549.292)	(11.687.071)
<b>Dönem Karı / (Zararı)</b>	<b>45.646.378</b>	<b>18.681.554</b>	<b>170.471.256</b>	<b>52.968.417</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: İzahname

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 gerçekleştirmişken, 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 Oran %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.

Tablo 5: Kar Marjları

Karlılık Oranları	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Brüt Kar Marjı	26,97%	19,22%	25,00%	21,67%
Faaliyet Kar Marjı	20,63%	10,40%	15,81%	16,27%
Net Kar Marjı	12,08%	4,67%	41,79%	13,96%
Özkaynak Karlılık Oranı (ROE)	7,68%	3,23%	21,60%	5,11%
Aktif Karlılık Oranı (ROA)	5,79%	2,10%	17,20%	4,09%

Kaynak: İzahname

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 alt ayı Faaliyet Kar Marjı %16,27 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 6: FAVÖK ve FAVÖK Marjı

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2020	30.06.2021
Hasılat	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
Faaliyet Kar Marjı	20,6%	10,4%	15,8%	18,7%	16,3%
Amortisman	5.273.762	7.160.464	8.737.868	4.208.921	4.313.016
<b>FAVÖK</b>	<b>83.241.826</b>	<b>48.729.765</b>	<b>73.245.638</b>	<b>46.063.328</b>	<b>51.420.930</b>
FAVÖK Marjı	22,0%	12,2%	18,0%	20,5%	17,8%

Kaynak: İzahname

Tablo 7: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Nakit ve Nakit Benzeri	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



BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
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>Dönen Varlıklar</b>	<b>228.283.627</b>	<b>321.407.061</b>	<b>265.796.354</b>	<b>285.966.365</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
Ertelemiş Vergi Varlığı	10.611.019	8.326.987	3.814.677	6.439.987
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>559.783.421</b>	<b>567.540.310</b>	<b>725.412.610</b>	<b>702.628.466</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>788.067.048</b>	<b>888.947.371</b>	<b>991.208.964</b>	<b>988.594.831</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	3.436.601
Diğer Borçlar	26.257.477	62.101.943	298.375	315.822
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	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>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>107.133.634</b>	<b>162.129.746</b>	<b>75.838.803</b>	<b>86.878.408</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
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	37.175.974	37.958.645	51.785.121	48.373.021
<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>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>193.389.852</b>	<b>309.947.973</b>	<b>201.860.500</b>	<b>197.704.466</b>
Ödenmiş Sermaye	130.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Sermaye Düzeltme Farklar	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 Gelir veya Giderler	267.774.109	267.022.475	250.895.092	250.081.321
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir 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>Özkaynaklar</b>	<b>594.677.186</b>	<b>578.999.398</b>	<b>789.348.464</b>	<b>790.890.365</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>788.067.038</b>	<b>888.947.371</b>	<b>991.208.964</b>	<b>988.594.831</b>

Kaynak: İzahname

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

Tablo 8: 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
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 itibariyle 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>

Kaynak: İzahname

Aşağıdaki tabloda likidite oranlarının yıllara göre değişimi gösterilmektedir.

Tablo 9: Likidite Oranları

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

Kaynak: İzahname

Aşağıdaki tabloda mali oranların yıllara göre değişimi gösterilmektedir.

Tablo 10: Mali Oranlar

Mali 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

Kaynak: İzahname

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

## 4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım tarafından hazırlanan 26 Ekim 2021 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları) dikkate alınmıştır.

### 4.1 Pazar Yaklaşımı

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 dâhil edilmiştir. Şirket'in pazar yaklaşımında kullanılacak olan finansal verilerinin dört değerlendirme çarpanının da kullanılmasına imkân sağlaması ve eşit ağırlıklandırılarak değerlemeye dâhil edilmesine bağlı olarak değerlendirme çalışmasında yukarıda belirtilen değerlendirme 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 11: 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
Falliyet Karı	47,1	94,2
Amortisman ve İtfa Payları	4,3	8,6
FAVÖK	51,4	102,8
Net Kar	40,4	80,8

*Kaynak: Halk Yatırım*

Yurtdışı benzer şirketler yurtdışında organize bir borsaya kote olan, hijyen kâğıt 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 değerlendirme dışında tutulmuştur.

**Tablo 12: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri**

Borsa Kodu	Şirket Adı	Ülke	Brüt Kar Marjı	Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı
UPM.FH.Equity	UPM KYMMENE OYJ	Finlandiya	-	10,8	16,6

**KONYA KÂĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ | 16 Kasım 2021

Borsa Kodu	Şirket Adı	Ülke	Brüt Kar Marjı	Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı
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 INDUSTRIAL 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	26,2	17,6	
600966 CH Equity	SHANDONG COHUI PAPER INDUSTRIAL A	Çin	25,24	19,5	
3880 JP Equity	DAIO PAPER CORP	Japonya	27,01	6,00	12,5
TKIM IJ Equity	PABRIK KERTAS TJWI KIMIA PT	Endonezya	14,38	4,0	13,1
NVG PL Equity	NAVIGATOR CO SA/THE	Portekiz	59,2	11,9	21
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	7,00
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 PAPER A	Çin	23,13	17,9	
1909 TT Equity	LONG CHEN PAPER&PACKAGING	Tayvan	17,58	8,1	13,3
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	22,00
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	3,70	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 JN Equity	CROPPER (JAMES) PLC	İngiltere	-	-	-
ANHPR IN Equity	ANDHRA PAPER LTD	Hindistan	-	8,00	16,3
SATIA IN Equity	SATIA INDUSTRIES LTD	Hindistan	-	14,8	23,4

Borsa Kodu	Şirket Adı	Ülke	Brüt Kar Marjı	Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı
ATC PW Equity	ARCTIC PAPER SA	Polonya	19,10	5,1	9,00
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	PRZEDSIEBIORSTWO PRODUKCYJNO	Polonya	20,36	10,3	16,5
SIPM IN Equity	SOUTH INDIA PAPER MILLS	Hindistan	-	11,5	16,5
SHYL IN Equity	SHREYANS INDUSTRIES LTD	Hindistan	-	1,3	3,9
HHP 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
GPIL 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
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	-	-	-

Kaynak: Halk Yatırım

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 INDUSTRY-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
600966 CH Equity	SHANDONG COHUI 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 PAPER-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
	<b>Medyan</b>		<b>9,39x</b>	<b>1,68x</b>	<b>7,81x</b>	<b>1,87x</b>

Bloomberg sisteminden alınan çarpanlar kartil hesaplamasına tabi tutulmuş 1. kartilden küçük olan ve 3. kartilden büyük olan çarpanlar değerlemeye dâhil edilmemiştir.

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 ağırlıklandırarak 952,7 milyon TL özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

**Tablo 13: Yurt Dışı 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	1.329,3	%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: Halk Yatırım

**Tablo 14: Yurt Dışı Benzer İşlemler Çarpan Değerleri**

İşlem Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/Satışlar
13.11.2005	Georgia-Pacific LLC	Koch Industries Inc	7,63	3,19		1,1

İşlem Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/Satışlar
06.11.2000	Willamette Industries Inc	Weyerhaeuser Co	8,27			1,69
29.08.2001	Mead Corp/The	Westvaco Corp	8,24	1,92		1,05
09.03.1998	Bowater Pulp&Paper Canada Inc.	Resolute FP US Inc				1,7
16.09.2013	Boise Inc.	Packaging Corp of America	7,49	2,64		
06.07.2004	Navigator Co SA/The	Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao		1,77	32,44	1,9
13.12.2000	Soporcel SA	Navigator Co SA/The	10,54	2,22	42,89	
26.03.2001	Pacifica Papers Inc	Catalyst Paper Corp/Old	10,16			1,95
08.11.2007	Double A 1991 PCL	Private Investor	10,56	2,24		1,38
03.10.2001	Aracruz Celulose SA	Fibria Celulose S/A		3,16	26,46	
29.03.2011	Andhra Paper Ltd	International Paper Co			43,2	
14.08.1997	SCA Hygiene Products SE	Svenska Cellulosa AB SCA				
15.06.2016	Andhra Paper Ltd	International Paper Investments Luxembourg Sarl			40,91	1,3
21.11.2012	SCA Hygiene Products SE	Svenska Cellulosa AB SCA	5,62	2,23	20,15	0,86
29.05.2019	Andhra Paper Ltd	West Coast Paper Mills Ltd				
10.07.2000	Cascades Fine Papers Group Inc	Cascades Inc		2,24	15,17	
31.10.2006	Gescartao SGPS SA	DS Smith Spain SA		2,59		
25.08.2004	Phoenix Pulp&Paper PCL	Siam Cement PCL/The	7,26	1,94		
03.06.2019	Andhra Paper Ltd	West Coast Paper Mills Ltd		2,35		1,26
21.09.2001	ITC Bhadrachalam Paper BDS	ITC Ltd				
19.11.1999	Leykam-Muertaler Papier und Zellstoff AG	Sappi Ltd				

İşlem Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/Satışlar
10.10.2001	Phoenix Pulp&Paper PCL	Siam Pulp&Paper Co Ltd/The				1,1
23.10.2000	Celulose do Caima SGPS SA	Cofina SGPS SA	9,32		13,56	2,1
07.11.2012	Rottneros AB	Arctic Paper SA			-	-
		<b>Medyan</b>	<b>8,3x</b>	<b>2,2x</b>	<b>29,5x</b>	<b>1,3x</b>

Kaynak: Halk Yatırım

Tablo 15: Yurt Dışı Benzer İşlemler Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Yurtdışı Benzer İşlem Çarpanları	Baz	Baz	Ağırlık	Baz
F / K	29,45x	2.380,67	%25	595,0
PD / DD	2,24x	1.771,59	%25	443,0
FD / FAVÖK	8,26x	766,33	%25	192
FD / Satışlar	1,34x	693,23	%25	173,0
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>				<b>1.403</b>

Kaynak: Halk Yatırım

BİST'te işlem görmekte olan Orman, Kâğıt, 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 BİST Orman, Kâğıt, Basım endeksinde işlem görebileceği değerlendirilmektedir.

Tablo 16: Yurt İçi BİST Orman, Kâğıt, 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>Medyan</b>	<b>17,2</b>	<b>4,8</b>	<b>11,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,81</b>

Kaynak: Halk Yatırım



**Tablo 17: Yurt İçi BİST Orman, Kâğıt, Basım Endeks Şirketleri Çarpanlarına göre Özsermaye Değeri**

Yurtiçi - BIST Kâğıt Endeksi	Çarpan	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL)
F / K	17,17x	1.338,10	%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	387,75	%25	221,9
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>				<b>1.780,9</b>

*Kaynak: Halk Yatırım***Tablo 18: Yurt İçi BİST100 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
PD / DD	1,12x	834,45	%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: Halk Yatırım*

## 4.2 Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine baz teşkil eden varsayımlar aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

**Tablo 19: AOSM Hesaplaması**

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	2021/6	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
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%	9,0%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
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>

*Kaynak: Halk Yatırım*

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Sermaye Varlıkları Fiyatlama 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 oranlar Bloomberg terminal üzerinden alınmıştır.

Risk Primi, Piyasa riski (Rm) - Risksiz Faiz Oran (R) 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 değerlendirilmede 5% olarak dikkate alınmıştır.

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

Özkaynak Maliyeti Sermaye Varlıklarının Fiyatlaması Model ile hesaplanmıştır.

Buna göre Özkaynak Maliyeti  $R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$  formülü ile hesaplanmaktadır.

**Tablo 20: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi**

(TL mn)	İNA Analizi													
	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
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%	2,0%	20,8%	24,7%	21,6%	21,0%	20,6%	14,3%	12,8%	13,3%	13,5%	14,3%	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 kar 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	120	151	188	218	248	284	325	376	431
Amortisman	5	7	9	9	10	10	11	12	13	15	16	18	21	23
Favok 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
+ / - İşletme 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	11	133	141	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
Toplam İskontolu Firma 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 Açılı Gayrimenkuller*	303,1													
-Borç	(93,8)													
Özkaynak Değeri	1.064,3													

Kaynak: Halk Yatırım

\* 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 dâhil edilmiştir. Söz konusu varlık kısa sürede elden çıkarılırsa veya arsa üzerinde sınıfları değiştirmesine neden olacak şekilde bir proje yapılırsa ekleme yapılmayacağı için farklı sonuçlara ulaşılabilir.

Sonuç olarak;

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

**Tablo 21: Değerleme Yöntemleri Sonuçları**

Mn TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.064,3	%50,0	532,1

Mn TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
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 - BIST 100	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>

Kaynak: Halk Yatırım

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 22: 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>

Kaynak: Halk Yatırım

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.

## 5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

### 5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz. Bunlarla beraber, PD/DD çarpanının nadir kullanılması sebebiyle değerlemeye dâhil edilmemesinin uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Çarpan hesaplamasında medyan değer kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan hesaplamasında kullanılan Şirket'e ilişkin temel verilerin gerçekleşen son 12 ay verilerinin kullanılmasının daha uygun olacağı görüşündeyiz.
- Farklı şirket grupları oluşturularak yurt içi ve yurt dışı olarak analiz yapılmasını olumlu buluyoruz. Bununla beraber yurt dışı benzer işlemler çarpan analizi eski

yıllara ait işlemlerden oluştuğu için güncel sektör dinamiklerini yansıtmayabileceği görüşündeyiz.

- Yatırım amaçlı gayrimenkullerin çarpan analizinde değerlemeye dâhil edilebileceğini düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin eşit olarak ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde marj aralıklarının Şirket'in 2018-2021/6 dönemi arasında gerçekleşmiş marjları doğrultusunda belirlenmiş olmasının örnekleme daraltabileceğini düşünmekteyiz.

### 5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primi (%5,0) ve risksiz faiz oranını makul buluyoruz.
- Gelirlerin 2 tesis için (Konya ve Güneşli) ayrı ayrı projekte edilmesinin Şirket'in ana kalemi olan satışların ayrı ürün bazları olduğu için uygun olduğu görüşündeyiz.
- Pazarlama, satış, dağıtım ve genel yönetim giderlerinin net satış oranlarının 2021 – 2031 projeksiyon döneminde neden değişmeyeceği öngörüldüğüne ilişkin bir açıklama sağlanmasının faydalı olabileceği görüşündeyiz.
- Yatırım amaçlı gayrimenkullerden binaların amortisman hesabı üzerinden değerlemeye dahil edilmesini makul bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Şirket'in betası hesaplanırken sektör oyuncularının değerlerine bakılmasını olumlu buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için hedeflenen ciro büyümelerinin gerçekleşmesi ve hedeflenen marjların yakalanması önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin eşit olarak ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.

### 5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Konya Kâğıt için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönteme göre (İndirgenmiş Nakit Akımları, Piyasa Çarpanları) Konya Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin özsermaye değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değerler ağırlıklandırılması sonucu toplamları alınmıştır.

Nihai özsermaye değeri tespit edilirken, Halk Yatırım tarafından konu alınan piyasa çarpanları yönteminden elde edilen değere %50, indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

#### **SONUÇ OLARAK;**

Halk Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 6,95 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.