

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Konya Kağıt" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri				
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	130.000.000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	26.000.000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	130.000.000	Halka Açılacak Oran (%)	20,00%
	Mevcut Pay Satışı (TL)	26.000.000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	6,95
	Ek Pay Satışı (TL)	-	Satış Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama ve En iyi gayret aracılığı

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

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 unvanı, 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.

Şirket, payları Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da işlem gören ve BIST 100 endeksinde yer alan Bera Holding A.Ş.'nin (Eski unvanı Kombassan Holding A.Ş.) bağlı ortaklığıdır.

Şirket'in dahil olduğu Bera Grubu, yurt içi ve yurt dışında değişik sektörlerde faaliyet gösteren bir Grup'tur. Bu nedenle Grup Şirketleri, Konya Kâğıt'ın ilişkili şirketleri sınıfında yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Sermaye (TL)	Ortaklık Oranı (%)	Nominal Sermaye (TL)	Ortaklık Oranı (%)
Bera Holding A.Ş.	129.999.999	0,999999992	103.999.999	0,799999993
Diğer Ortaklar (Halka Açık Paylar)	-	-	26.000.000	0,20
Mustafa Ulvi Bezirci	1,00	0,000000008	1	0,000000007
Toplam Çıkarılmış Sermaye	130.000.000	100	130.000.000	100

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in halka açılma gerekçesi, Şirket ortağı Bera Holding A.Ş.'nin Şirket'te sahip olduğu payın %20'lik kısmına isabet eden 26.000.000 adet payın halka arz yoluyla satışını gerçekleştirmek istemesidir. Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelir Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır. Bera Holding A.Ş. tarafından alınan 11/10/2021 tarih ve 2021/49 sayılı Yönetim Kurulu Kararında;

- 30.000.000 TL'si Pay Tebliği'nin 5/6. Madde hükmü gereğince Bera Holding'in Konya Kağıt San. Ve Tic. A.Ş.'ye olması beklenen ticari olmayan borcun ödenmesinde,
- 70.000.000 TL'si Holding'in grup şirketleri üzerinden kullandığı kredilerin ödenmesinde,
- 17.080.000 – 34.160.000 TL aralığında bir tutarın ilgili dönemde finansal durumun uygun olması ve de genel kurulun karar vermesi halinde yapılacak kar dağıtımında kullanılması,
- Bakiye kısmın ise grup şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarının giderilmesinde,

kullanılacağı belirtilmiştir.

Halka arz eden pay sahibi, halka arzdan 180.700.000 TL brüt gelir elde edecektir.

3.Özet Finansallar

Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2018	2019	2020	2020/06	2021/06
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
Brüt Kar/Zarar	101.934.460	76.841.872	102.011.582	59.117.422	62.739.502
Esas Faaliyet Karı	77.968.064	41.569.301	64.507.770	41.854.407	47.107.914
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	77.043.883	34.477.670	203.120.566	71.404.290	50.444.504
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	62.413.864	25.285.214	199.630.307	72.517.709	52.105.902
Net Dönem Karı	45.646.378	18.681.554	170.471.256	66.316.836	40.418.831

Şirket Borçluluk Durumu (TL)	2018	2019	2020	2021/06
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
Net Borç	85.108.044	142.257.813	44.589.278	82.630.536

4.Değerleme

Konya Kağıt'ın pay başına değerinin belirlenebilmesi için aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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%
AOSM	21,50%	21,46%	21,49%	21,53%	21,53%	21,53%	21,53%	21,53%	21,53%	21,53%	21,53%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

mn TL	2018	2019	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	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%	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	120	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%	19,2%	19,4%	19,6%
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	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

İskontolu Firma Serbest Nakit Akışları Toplam	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
Özkaynak Değeri	1.064,3

*Yatırım amaçlı gayrimenkullerden binalar amortisman hesabı üzerinden değerleme 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 değerlendirilmiştir. Söz konusu varlık kısa sürede elden çıkarılırsa veya arsa üzerinde sınıfnı değiştirmesine neden olacak şekilde bir proje yapılırsa ekleme yapılmayacağı için farklı sonuçlara ulaşılabilir.

Çarpan Analizi

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Mn TL	2021/6 Yıllıklandırılmış
Özkaynaklar	790,9
Satışlar*	579
Brüt Kar*	125,5
Faaliyet Karı*	94,2
Amortisman ve İtfa Payları*	8,6
FAVÖK*	102,8
Net Kar*	80,8

*Söz konusu seçilmiş finansallar gelir tablosu kalemleri için 2021/6 seçilmiş finansal/6*12 formülü ile yıllıklandırılmıştır.

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
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				952,7

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
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				1,403

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
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				1.781,0

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	884,45	25%	221,1
FD/FAVÖK	8.86x	828,46	25%	207,1
FD/Satışlar	1.49x	781,48	25%	195,4
Ağırlıklı Özkaynak Değeri				764,5

Çarpan Analizi Sonucu

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

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

Mn TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	1.064,3	50,0%	532,1
Piyasa Yaklaşımları Benzer Şirket Çarpanları - YD	952,7	12,5%	119,1
Piyasa Yaklaşımları Benzer İşlem Çarpanları - YD	1.403,0	12,5%	175,4
Piyasa Yaklaşımı -BIST 100	764,5	12,5%	95,6
Piyasa Yaklaşımı -BIST Kağıt	1.781,0	12,5%	222,6
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri			1.144,8

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri **1.144.768.959,3 TL** olarak hesaplanmaktadır. 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.

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%
Halka Arz Pay Fiyatı	6,95

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Konya Kağıt hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Konya Kağıt için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Çarpan Analizi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verilmesini uygun karşılıyoruz.
- Şirketin 2018-2020 yılları arası FAVÖK marjı %12-22 aralığında istikrarsız bir görünümde. 2021 yılı ve sonrası için (2031 yılına kadar) yapılan tahminlerde FAVÖK marjının %16,3-19,4 aralığında gerçekleşmesi beklenmektedir. İndirgenmiş Nakit Akışı analizinde öngörülen FAVÖK marjının altında kalınmasının değerlendirme açısından etkisi göz önünde bulundurulmalıdır.
- Arzın şirkete yeni kaynak sağlamayacağını ve ortak satışı olduğunu belirtmek isteriz.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %21,08 iskonto oranı uygulanarak 6.95 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, uygulanan iskonto oranının mevcut mevduat faizleri ile karşılaştırıldığında uygun olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıdaki çekinceler dışında halka arz değerlendirme çalışmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.