

# Europap Tezol Kağıt

TEZOL.TI

Europap Tezol, Türkiye'nin önde gelen temizlik kağıdı üreticilerinden biri olarak, inovatif ürün yelpazesi ve sürdürülebilir üretim pratikleriyle dikkat çekmektedir. İki entegre fabrikası ile yılda 133.000 ton kapasiteye sahip olan şirket, geri dönüşüm odaklı üretim süreçleriyle sektördeki sürdürülebilirlik standartlarını yükseltmektedir.

Temizlik kağıdı ve hijyen ürünleri sektörü, pandemi sürecinin tetiklediği tüketici davranışlarındaki değişimler ve artan hijyen ve temizlik bilinci gibi faktörlerle son yıllarda önemli bir dönüşüm yaşamaktadır. Global tedarik zinciri dinamiklerindeki bu dönüşüm, talep paternlerinde değişikliklere ve pazar genişlemesine yol açmaktadır. Türkiye'de Tezol gibi öncü şirketler, bu dönüşümü fırsata çevirerek, hem iç piyasada hem de ihracat pazarlarında güçlü bir büyüme ivmesi yakalamıştır.

2023 yılı, Tezol için sektördeki pozitif trendlerin devam ettiği bir yıl olmuştur. Şirket, selüloz fiyatlarındaki artış ve döviz piyasalarındaki istikrarlı seyir sayesinde operasyone verimlilik ve kapasite artışında önemli ilerlemeler kaydetmiştir. 2024 yılı için şirket, ihracat odaklı büyüme stratejileri ve 'yeşil dünya' vizyonuna uygun sürdürülebilirlik pratiklerine odaklanarak, finansal istikrarını korumayı ve sürdürülebilir büyüme adımlarını sürdürmeyi hedeflemektedir.

2001 yılında İzmir'de temelleri atılan Tezol, şu anda piyasa tarafından 10,60 F/K ve 13,15 FD/FAVÖK çarpanlarıyla fiyatlanmaktadır. 3. çeyrekte gerçekleşen finansal sonuçlara göre, Tezol'un net karı yıllık bazda %15,3 artarak 514 milyon TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde, net satışlar %67, esas faaliyet karı %64 ve FAVÖK ise %62 oranında büyüme göstererek şirketin finansal sağlamlığını ve operasyonel verimliliğini vurgulamaktadır.

## TEZOL

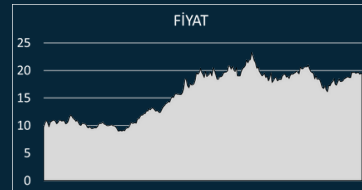
HEDEF FİYAT

▲ 47,72TL  
+%126.15



FİYAT BİLGİLERİ	TL	USD
Kapanış	21,1	0,69
Piyasa Değeri (mn)	9,284	303
Halka Açık PD (mn)	2,318	76
Halka Açıklık %	28,73	
Tarihsel Volatilité	48,04	

ÇARPANLAR	
F/K	10,6
PD/DD	4,74
FD/FAVÖK	13,15



## İletişim

444 9 252

strateji@albyatirim.com.tr

albyatirim.com.tr

FULYA MAH. BÜYÜKDERE CAD.  
TORUN CENTER A BLOK APT. NO: 74  
A / 80 MERKEZ / ŞİŞLİ / İSTANBUL



# Europap Tezol Kağıt

## Tezol Hakkında Bilgi ve Ürünler

Europap Tezol Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş temizlik kağıdı üretimine odaklanmış bir şirkettir. Şirketin ana faaliyet alanları arasında temizlik kağıtlarının üretimi ve satışı ile bobin kağıt üretimi bulunmaktadır. Şirket, altı ana markanın (Softy, Mare, Ritmo, Ecco YD, Dolce ve Unico) altında 150'den fazla ürün sunmakta ve 20 özel marka için sözleşmeli üretim yapmaktadır. Ürün yelpazesi genellikle tuvalet kağıdı, kağıt havlu, peçete gibi temizlik ürünlerini içeriyor ve aynı zamanda yarı mamul ürünler de üretiyor. Şirket, 2001 yılında İzmir Bayraklı'da kurduğu dönüştürme tesisi ile faaliyetlerine başlamış ve hızla gelişerek üretim ve satış kapasitesini artırmıştır. 2004 yılında, ihtiyaç duyduğu yarı mamul ürünleri üretebileceği ve ürün yelpazesini genişletebileceği Torbalı, İzmir'deki entegre tesisini devreye almıştır. Şirket, 2009 yılında İzmir, Torbalı'daki fabrikasının kapasitesini iki katına çıkarmış ve 2016 yılında Mersin Tarsus OSB'de yeni bir fabrika yatırımı ile kapasitesini %50 artırmıştır. İzmir Torbalı ve Mersin Tarsus Organize Sanayi Bölgesi'nde bulunan fabrikaları, ülkemizdeki temizlik kağıtları sektörünün deinking işlemleri ile kurulmuş olup, bu çevre dostu işlem sayesinde piyasadan toplanan geri dönüştürülebilir atık kağıtlardan temizlik kağıdı üretilmektedir.

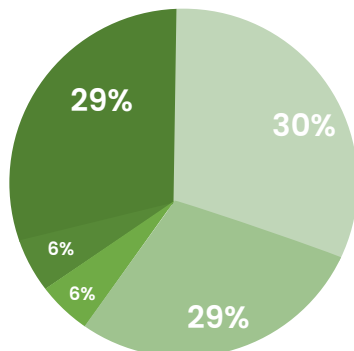
## Ortaklık Yapısı

Şirketin hakim ortağı Tezol ailesidir.

Şirketin ödenmiş sermayesi 440.000.000 TL'dir. Bu sermayenin 132.000.000 adedi nama yazılı A grubu ve 308.000.000 adedi hamiline yazılı B grubu paylardır. A grubu paylarda çıkarılmış şirket sermayesinde temsil ettiği oranın en az %20 olması şartıyla yönetim kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy (5 oy) imtiyazı bulunmaktadır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı yoktur.

## Tezol Ortaklık Yapısı

Şükrü Erkan Tezol Mehmet Ersin Tezol Müge Kuşçu  
Makbule Kuşçu Halka Açık Kısım





# Europap Tezol Kağıt

## Faaliyetler

Europap Tezol'un İzmir-Torbalı ve Mersin-Tarsus OSB'de bulunan iki entegre fabrikası, toplam 133.000 ton/yıl kapasiteye sahiptir. İzmir fabrikası 35.000 m2 kapalı alana sahip olup 55.000 m2 açık alanda kurulmuştur, Mersin fabrikası ise 27.000 m2 kapalı alana ve 53.000 m2 açık alana sahiptir. Her iki fabrikada da geri dönüştürülen atık kağıtların değerlendirilmesi ve döviz girdisi sağlanması amacıyla deinking tesisleri bulunmaktadır. Geri dönüştürülmüş kâğıttan yapılan üretimlerde enerji ve su kullanımı azaldığı için maliyetler yaklaşık %15-20 düşmektedir. Şirketin kağıt makinelerinde, 14 – 40 gr/m2 aralığında, %0 – %100 oranlarında hurda kağıt ve selüloz karışımlarından üretilen 2.85 m genişliğinde ve 2.2 m çapında yarı mamul bobinler üretilir ve bunlar hem kendi dönüştürme ihtiyaçları için hem de ihracat için kullanılır. Şirket 01.12.2023 tarihinde PM4'ü aktif etmesiyle beraber yıllık üretim kapasitesi 133.000 ton olmuştur.

Tezol, temizlik kağıtları kategorisinde, özel markalı ürünlerin önde gelen üreticilerinden biri olarak, tüketicinin beklentilerini ve pazar ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde geniş bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Şirket, 20 özel marka için üretim yapmanın yanı sıra, kendi bünyesinde bulunan altı ana marka aracılığıyla, hem Tüketici hem de Ev Dışı Kullanım (EDK) kanallarında geniş bir ürün çeşitliliği ile yer almaktadır. Tüketicilerin tercihlerine uygun, yaklaşık 130 farklı bitmiş ürün çeşidi ile hizmet vermektedir.

## Tüketici Kanalı Markaları ve Ürün Özellikleri:

**Softy:** Premium kategorisinde yer alan bu marka, üç katlı ve %100 selülozdan üretilmektedir, kalite ve konforu bir araya getirerek tüketicilere sunulmaktadır.

**Mare:** Standart kategoride pozisyonlanan Mare, iki katlı yapısı, ekstra dayanıklılığı ve yumuşak dokusu ile tüketicilerin beğenisini kazanmıştır.

**Ritmo:** Ekonomik kategoride yer alan Ritmo, fiyat-performans dengesi ile öne çıkmakta ve bütçe dostu bir seçenek olarak tüketicilere sunulmaktadır. 2022 yılında üretimi sonlandırılan bu marka, stoklar tükenene kadar satışa sunulmaya devam edecektir.

**Ecco Yeşil Dünya:** Sürdürülebilirlik yaklaşımının giderek daha fazla önem kazandığı günümüzde, Ecco Yeşil Dünya, geri dönüşümlü kağıtları temizlik kağıdına dönüştürerek, çevre dostu bir alternatif sunmaktadır.

Tezol, müşteri talepleri doğrultusunda ürün portföyünü sürekli olarak gözden geçirmekte ve pazar ihtiyaçlarına en uygun çözümleri sunmayı hedeflemektedir. Bu dinamik yaklaşım, şirketin sektördeki güçlü pozisyonunu korumasına ve tüketicilerin beklentilerini karşılayacak yenilikçi ürünler geliştirmesine olanak tanımaktadır.



# Europap Tezol Kağıt

## 2023 Performansı ve 2024 Perspektifi

Tezol için 2023, sektör genelinde olumlu bir dönem olarak kaydedilmiştir. Şirket, 2024'ün ilk yarısına özellikle odaklanmış durumda, bu dönemde selüloz fiyatlarında 2023'ün son çeyreğinde gözlemlenen %50'ye yakın artışın etkilerinin devam etmesi bekleniyor. Ancak, döviz piyasasında ciddi bir yükseliş yaşanmaması durumunda, bu maliyet artışlarının tam olarak raflara yansıtılması beklenmiyor. Sektörel olarak, temizlik kağıdı pazarında bir daralma öngörülmemekte ve 2023'te yaşanan olumlu trendin 2024'te de devam etmesi öngörülmektedir.

## Operasyonel Verimlilik ve Kapasite Artışı:

Aralık ayında gerçekleştirilen PM4 tesisinin açılışıyla birlikte, Tezol'un kapasite kullanım oranında %40'lık önemli bir artış yaşandı. Bu gelişme, 2024 başında gerçekleştirilen maaş zamlarının şirket üzerinde olumsuz bir etki yaratmasını engelleyecek düzeyde. Bu kapasite artışı, şirketin hem iç piyasada hem de ihracat faaliyetlerinde daha rekabetçi olmasını sağlayacak.

## İhracat Odaklı Büyüme ve Sürdürülebilirlik:

2024 yılında, Tezol'un ihracat oranının artması ve 3. çeyrekte yeni anlaşmalarla bu oranın daha da yükselmesi bekleniyor. Bu stratejik hamleler, şirketin küresel pazarda daha belirgin bir konuma gelmesini sağlayacak ve gelir çeşitliliğini artıracaktır. Ayrıca, Tezol'un 'yeşil bir dünya' vizyonuna paralel olarak, geri dönüşümle kağıt üretimine verdiği ağırlık devam edecek. Bu sürdürülebilirlik yaklaşımı, şirketin çevresel etkisini azaltırken, tüketiciler ve iş ortakları nezdinde itibarını güçlendirecek bir faktör olarak öne çıkmaktadır.

## Sonuç:

Tezol, 2024 için stratejik planlamasında hem finansal istikrarını koruma hem de sürdürülebilir büyüme yönünde adımlar atmıştır. Selüloz fiyatlarındaki dalgalanmalar ve döviz piyasasındaki potansiyel hareketlilik, dikkatle izlenirken, şirket operasyonel verimliliğini artırma ve ihracat kapasitesini genişletme konularında kararlı bir şekilde ilerlemektedir. Sürdürülebilirlik, Tezol'un tüm iş stratejilerinin merkezinde yer almaya devam edecektir, bu da şirketin uzun vadeli başarısını destekleyecek önemli bir unsur olarak değerlendirilmektedir.



# Europap Tezol Kağıt

## Sektör Görünümü

Pandemi sürecinin tetiklediği tüketici davranışlarındaki değişimler, temizlik kağıdı ve genel hijyen ürünleri sektörünün tedarik zinciri dinamiklerinde önemli bir dönüşümü beraberinde getirmiştir. COVID-19 salgınının ilk günlerinde, global düzeyde hissedilen kıtlık endişeleri tüketicileri temizlik kağıdı ve benzeri temel hijyen ürünlerini stoklama eğilimine itmiş, bu durum da piyasa talebinde ani ve keskin bir artışa yol açmıştır. Bu tür ürünlerin kullanımının artmasının temelinde yatan faktörlerden biri de, tüketicilerin hijyen ve temizlik konusunda daha bilinçli davranmaya başlamaları ve COVID-19'un yayılmasını engellemek adına bu ürünleri daha sık kullanmalarıdır.

Ancak, covid sonrası dönemde görülen enflasyonist baskıların etkisiyle talepte zaman zaman düşüşler yaşanmıştır. Finansal krizler ve pandemi gibi zorlu dönemlerde bile, sektörün esnek yapısı ve uyum yeteneği sayesinde bu olumsuz koşullara karşı direnç gösterdiği görülmüştür. Bu bağlamda, temizlik kağıdı ve hijyen ürünleri sektörü, adaptasyon kapasitesi ve sürekli artan tüketici ihtiyaçları göz önünde bulundurulduğunda, diğer sektörlerle nazaran, özellikle uzun vadeli yatırımlar için oldukça umut verici bir gelecek vaat etmektedir. Bu analiz, sektörün gelecekteki performansını belirlemede önemli bir referans noktası olarak değerlendirilmelidir.





# Europap Tezol Kağıt

## Sektör Simülasyonu

Kısa vadeli perspektifte (2024 - 2026), temizlik kağıdı pazarının, özellikle farklı son kullanım sektörlerindeki temizlik kağıtlarına yönelik artan talep nedeniyle istikrarlı bir büyüme eğilimi göstermesi öngörülmektedir. Bu artış, uygun maliyetli ve çevre dostu üretim tekniklerinin geliştirilmesi gibi yenilikçi stratejilerle desteklenmektedir. COVID-19 pandemisi sonrasında insanların sağlık ve hijyen konusunda artan bilinç düzeyi, bu büyümenin temel itici güçlerinden biri olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca, e-ticaret altyapısının genişlemesi ve dijital dönüşüm süreçlerinin hız kazanması, sektörün bu dönemde daha da genişlemesine zemin hazırlayacak önemli faktörler arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, bu faktörlerin bir araya gelmesiyle, temizlik kağıdı endüstrisi için kısa vadede oldukça olumlu bir büyüme projeksiyonu beklenmektedir. Bu analiz, yatırımcıların ve pazar paydaşlarının stratejik karar alma süreçlerinde kritik bir öneme sahip olmalıdır.

Orta vadeli perspektife (2026 - 2029) göre, temizlik kağıdı sektörünün, talebin sürekli artışıyla birlikte önemli bir genişleme sürecine girmesi beklenmektedir. Bu dönemde, özellikle gelişmekte olan pazarlarda gözlenen kentselleşme trendleri ve kişi başına düşen gelirin artması, tüketici alışkanlıklarını değiştirerek temizlik kağıdı talebini artıracaktır. Bu faktörler, piyasa katılımcıları için önemli genişleme fırsatları yaratmaktadır. Ayrıca, kişisel bakım sektöründe gözlemlenen premium ürünlere yönelik talebin artışı da, temizlik kağıdı pazarının genişleme dinamiklerini olumlu yönde etkileyecektir. Bu faktörlerin birleşimi, piyasanın bu dönemde önemli bir büyüme potansiyeline sahip olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, orta vadeli stratejik planlamalar ve yatırım kararları için bu eğilimler, kritik öneme sahip olmalıdır. Bu dönem, sektör oyuncularını için genişleme, inovasyon ve pazar liderliğini pekiştirme açısından stratejik fırsatlar sunmaktadır.

Uzun vadeli perspektifte (2029 - 2033), kağıt sektörü, özellikle temizlik kağıdı segmentinde, teknolojik yeniliklerin ve üretim süreçlerindeki iyileştirmelerin katkısıyla, verimlilik artışı ve maliyet düşüşü açısından önemli bir dönüm noktasına ulaşması beklenmektedir. Bu süre zarfında, sektördeki büyüme trendinin, sürdürülebilirlik ilkelerine ve çevresel farkındalığa olan artan odaklanma ile daha da güçlenmesi öngörülmekte, bu da çevre dostu ve sürdürülebilir temizlik kağıdı ürünlerine olan talebin önemli ölçüde artışını beraberinde getirmektedir. Uzun vadeli perspektifte, biyolojik olarak parçalanabilir ve çevreye zarar vermeyen ürünlerin piyasada daha baskın bir rol oynaması ve tüketici tercihlerini şekillendirmesi beklenmektedir. Bu eğilim, sektör oyuncularının inovasyon ve çevre dostu ürün geliştirmede öncü olmaları gerektiğini göstermekte ve bu durum, uzun vadeli yatırım stratejileri ve sürdürülebilir büyüme planları için kritik bir öneme sahip olmalıdır. Bu dönem, sektördeki şirketler için, sürdürülebilirlik ve inovasyonu merkeze alan stratejik yatırımlar yapma ve pazar liderliğini güçlendirme açısından stratejik bir fırsat penceresi sunmaktadır.



# Europap Tezol Kağıt

## Pazar Büyümesi

Küresel kağıt ve karton tüketimi, 2021 yılında 408 milyon ton seviyesinden 2023 itibarıyla 430 milyon tona yükselmiştir. Bu artış eğilimi, önümüzdeki on yıl içinde devam ederek 2032 yılına kadar toplam tüketimi 476 milyon tona çıkarması bekleniyor. Özellikle temizlik kağıdı segmenti, toplam kağıt tüketiminin %10'unu oluşturarak 43 milyon ton ile dikkate değer bir büyüklüğe ulaşmıştır. Bu rakam, 1993 yılında sadece 15.5 milyon tondur. Temizlik kağıdının, bir zamanlar düşünülmesi bile zor olan bir şekilde, gazete kağıdını piyasa büyüklüğü açısından geride bırakması, sektör dinamiklerindeki dramatik değişimi gözler önüne sermektedir. Önümüzdeki on yıl boyunca, küresel temizlik kağıdı talebinin her yıl artarak 2032 yılında 55 milyon tona ulaşması öngörülmüştür.

Sektörün güncel verilerine göre, temizlik kağıtları endüstrisi 55 milyar USD'lik bir pazar hacmine erişmiş durumda. Pandemi sonrası ortaya çıkan dinamiklerin etkisi altında, endüstrinin önümüzdeki beş yıl içinde %4'lük bir bileşik yıllık büyüme oranıyla ilerlemesi bekleniyor. Tüketicilerin sağlık ve hijyen konusundaki artan bilinci ve küresel ölçekte büyüyen çalışan kentsel nüfusun, temizlik kağıtları pazarının büyümesinde kilit rol oynadığı görülmektedir. Bu veriler, temizlik kağıtları endüstrisinin sağlam bir büyüme projeksiyonuna sahip olduğunu ve sektördeki şirketlerin, artan tüketici taleplerine ve değişen pazar koşullarına uyum sağlamak için stratejik, yenilikçi ve sürdürülebilir çözümler geliştirmeleri gerektiğini göstermektedir. Özellikle sağlık ve hijyen bilincinin artışı, kentsel nüfusun genişlemesi ve çevresel sürdürülebilirlik konuları, sektör oyuncularını için stratejik öncelikler olmaya devam edecektir. Bu bağlamda, analizimiz, yatırımcıların ve endüstri liderlerinin, bu trendlere dayanarak gelecekteki büyüme fırsatlarını değerlendirme ve bu yönde planlamalarını şekillendirme süreçlerinde kritik bir referans noktası olarak hizmet etmelidir.

Turizm ve konaklama endüstrilerindeki son dönemdeki canlanma, temizlik kağıdı pazarının büyümesine önemli ölçüde katkıda bulunması beklenmektedir. Tüketicilerin yaşam tarzlarındaki ve alışkanlıklarındaki evrim, özellikle hijyenik ve ekonomik ürünlerin tercih edilmesiyle bu sektörlerdeki talebi artırmaktadır. Ayrıca, sürdürülebilirlik ve doğal ürünlerin tüketimi konusundaki artan farkındalık, pazarın şekillenmesinde etkili olmaktadır.



# Europap Tezol Kağıt

Kişi başına tüketim, bir emtianın ne kadar ileri düzeyde kullanıldığını karşılaştırmak için kullanılan yaygın bir yöntemdir. Yıllık ortalama kişi başına temizlik kağıdı tüketiminde küresel olarak gözlemlenen artış bu yıl da devam ediyor. ABD'de bu rakam 25 kg iken, AB'de 20 kg'a yakın seviyelere ulaştı. Türkiye'de ise kişi başına tüketim hala 10 kg'ın altında olup, üreticiler için üretimi ve tüketimi paralel olarak iyileştirme fırsatı olarak görülebilir. Küresel olarak, ortalama kişi başına tüketim 5.5 kg'dan fazla değil, ancak bölgeler arasında büyük farklılıklar var; örneğin Afrika ve Uzak Doğu Asya'da tüketim 1 kg'dan az olarak görülüyor. Bazı bölgeler refahın da artmasıyla ciddi pazar potansiyeli taşımaktadı.

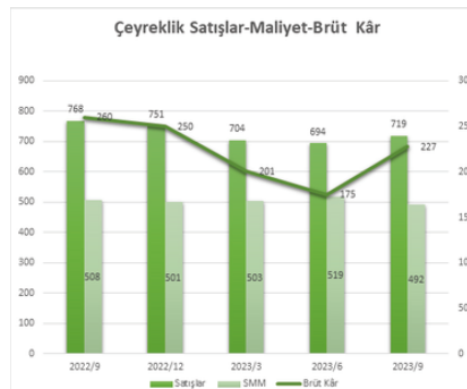
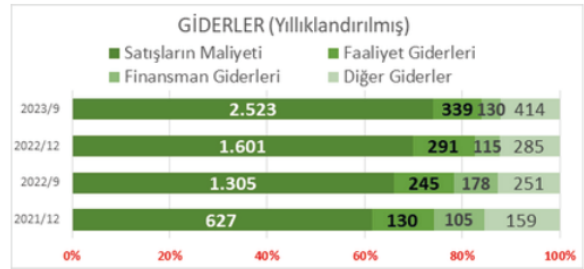
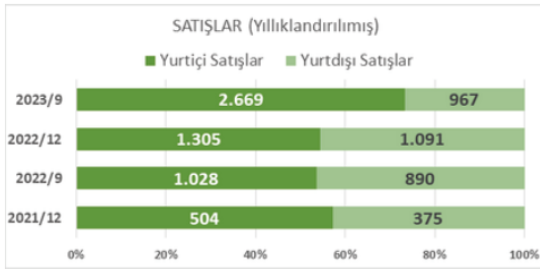
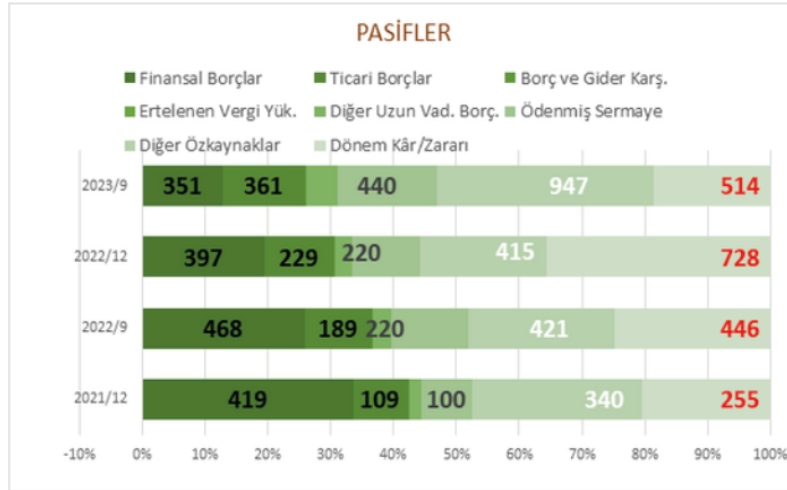
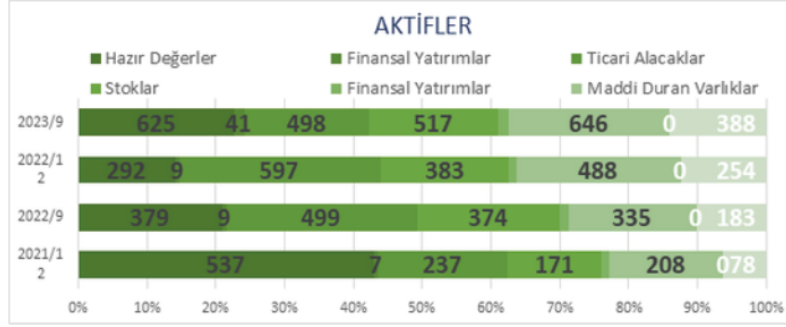
Temizlik kağıdı tüketiminin artmasında nüfus artışı ve ekonomik gelişmeler gibi faktörler önemli rol oynamaktadır. Gelişmiş ekonomilerde GSYİH büyümesi ile temizlik kağıdı tüketimi arasında doğrudan bir ilişki olmasa da, en yoksul ülkelerde bu durum önemli bir engel teşkil etmektedir. Ekonomik gelişme belirli bir düzeye ulaştığında, demografik değişiklikler temizlik kağıdı tüketimi ile doğrudan ilişkilendirilmekte, genellikle bu eşik kişi başına yıllık 3.000-4.000 ABD doları civarında olduğunda temizlik kağıdının yaygın bir temel tüketim ürünü haline gelmesi gözlemlenmektedir. Özellikle en yoksul ülkelerde temizlik kağıdı tüketmeyenlerin oranının yüksek olması bu şekilde açıklanabilir.

Son dönemde Türkiye'de temizlik kağıdı sektörü, global ekonomik dalgalanmaların bir yansıması olarak, hiperenflasyonist etkilerin getirdiği zorlukları yaşamıştır. Tezol, bu zorlayıcı ortamda, geniş ürün yelpazesi sayesinde önemli bir rekabet avantajı elde etmiş ve özellikle fiyat duyarlılığı yüksek olan tüketici kitlesinin uygun fiyatlı ürün arayışını başarıyla karşılayarak pazarda etkileyici bir konuma ulaşmıştır. Şirketin, temizlik kağıtları ve hijyen ürünleri segmentlerinde benimsediği agresif büyüme stratejisi, bu tüketici grubuna yönelik net ve odaklı bir yaklaşımı temsil etmektedir. Aynı zamanda, çevre dostu ürünlerin yükselen popülerliği, Türkiye pazarında geri dönüşüm odaklı temizlik kağıtları satışlarında bir artışa neden olmuştur. Bu eğilim, global ölçekte sürdürülebilirlik ve çevre dostu ürün kullanımına yönelik artan talep ile paralellik göstermektedir. Tezol'un, bu iki önemli trendi – fiyat duyarlı tüketici talebi ve çevresel sürdürülebilirlik – kendi büyüme stratejisi içerisinde başarıyla entegre etmesi, şirketin uzun vadeli rekabetçi konumunu güçlendirmekte ve onu sektördeki diğer oyuncular arasında öne çıkarmaktadır. Bu faktörler, Tezol'un gelecekteki büyüme potansiyelini değerlendirirken dikkate alınmalıdır.





# Europap Tezol Kağıt





# Europap Tezol Kağıt

## Değerleme

Tezol'un değerlemesini, hem gelir yaklaşımı hem de piyasa yaklaşımı modellerini kapsayacak şekilde gerçekleştiriyoruz. Gelir yaklaşımında, şirketin gelecek nakit akışlarını net bugünkü değere indirgeyerek hesaplama yapılırken, piyasa yaklaşımında 2024 tahmini Fiyat/Kar (P/E) ve Firma Değeri/Faiz, Vergi, Amortisman ve Amortisman Öncesi Kar (EV/EBITDA) çarpanlarını kullanarak piyasa tabanlı bir değerlendirme gerçekleştiriyoruz. Bu yaklaşımların ağırlıklarını sırasıyla %75 (indirgenmiş nakit akışları) ve %25 (emsal şirket analizi) olarak belirliyoruz.

Emsal şirket analizinin ağırlığını %25 ile sınırlandırmamızın sebebi, bu modelin baz alınan şirketlerin büyüme modelleri ve risk profillerinin Tezol'un durumuyla tam bir uyum içerisinde olmayabileceği ihtimalidir. Bu özelleştirilmiş ağırlıklandırma, Tezol'un özgün büyüme modelini ve risk profilini daha doğru bir şekilde yansıtmak için tasarlanmıştır. Bu ayrıntılı ve kapsamlı değerlendirme metodolojisi, şirketin mevcut ve potansiyel yatırımcılarına, Tezol'un piyasa değerinin sağlam ve dengeli bir analizini sunmayı amaçlamaktadır.

Şirket	F/K 2024T	FD/FVAÖK 2024T
OJI HOLDINGS CORP	7.38	6.64
SYLVAMO CORP	8.71	5.07
NINE DRAGONS PAPER	4.55	7.53
HOKUETSU CORP	12.20	12.09
ALKA	6.26	5.35
KONKA	18.92	8.21
Ortalama	9.67	7.48

TEZOL	6.11	4.63
Ortalamaya Göre İskonto	-%36.82	-%38.15
Potansiyel	%58.27	%61.68
Hedef Fiyat		33.76



# Europap Tezol Kağıt

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	T
NET SATIŞLAR	4.316.636	5.008.398	5.811.018	6.742.262	7.822.743	
SATILAN MALIN MALİYETİ	2.930.176	3.399.751	3.944.578	4.576.716	5.310.157	
BRÜT KAR	1.386.460	1.608.647	1.866.440	2.165.546	2.512.586	
Brüt Kar Oranı (%)	32,12%	32,12%	32,12%	32,12%	32,12%	
FAALİYET GİDERLERİ	469.450	544.681,3	631.969,2	733.245,3	850.751,4	
FAALİYET KARI	917.010	1.063.965	1.234.471	1.432.301	1.661.834	
Faaliyet Kar Oranı (%)	21,24%	21,24%	21,24%	21,24%	21,24%	
Vergi	240.608	201.876,2	203.366,1	235.956,5	273.769,6	
FSNA'nın Bugünkü Değeri						1,236,179
Devam Eden Değer (DED)						3,706,099
Firmanın Faaliyet Varlıklarının Değeri						4,942,278
+Nakit Varlığı ve Faaliyet Dışı Varlıklar						577,021
Firma Değeri						5,623,492



# Europap Tezol Kağıt

RF (RİSKSİZ FAİZ)	25.00%	42.50%	45.00%	30.00%	15.40%	12.00%
RP (RİSK PRİMİ)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
BETA	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
ŞİRKET RİSK PRİMİ	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
BORÇLANMA ORANI	26.32%	26.32%	26.32%	26.32%	26.32%	26.32%
AOSM - WACC	27.47	44.76%	47.05%	33.32%	19.95%	16.84%

<b>%75 INA %25 Çarpan</b>	<b>47.72</b>
<b>Potansiyel (%)</b>	<b>%126.15</b>



# Europap Tezol Kağıt

## Bilanço

Kalem	2023/9	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9
Dönen Varlıklar					
Nakit ve Nakit Benzerleri	625.314.885,00	577.021.473,00	316.550.210,00	291.794.454,00	378.784.234,00
Gayrimenkul Projeleri Kapsamında Açılan Nakit Hesapları					
Finansal Yatırımlar	40.630.810,00	50.507.983,00	48.043.129,00	9.426.994,00	9.358.085,00
Teminata Verilen Finansal Varlıklar					
Ticari Alacaklar	498.342.655,00	618.511.749,00	567.020.522,00	597.058.828,00	498.715.137,00
Diğer Alacaklar	13.683.097,00	44.187.819,00	44.711.638,00	45.881.602,00	38.130.540,00
Stoklar	517.333.052,00	525.949.207,00	385.262.276,00	382.899.023,00	373.639.039,00
Peşin Ödenmiş Giderler	112.596.237,00	72.039.921,00	46.793.092,00	35.054.457,00	9.806.982,00
Diğer Dönen Varlıklar	2.862.650,00	25.218.120,00	24.105.211,00	9.398.755,00	1.082.540,00
Toplam Dönen Varlıklar	1.810.763.386,00	1.913.436.272,00	1.432.486.078,00	1.371.514.113,00	1.310.587.222,00
Finansal Yatırımlar	40.773.325,00	53.684.875,00	40.773.325,00	21.942.127,00	21.942.127,00
Diğer Alacaklar	685.863,00	647.023,00	1.445,00	1.445,00	1.445,00
Maddi Duran Varlıklar	645.592.048,00	578.949.611,00	534.859.185,00	488.480.411,00	334.944.123,00
Kullanım Hakkı Varlıkları	6.521.947,00	6.836.287,00	7.150.627,00	8.231.260,00	3.541.969,00
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	239.176,00	280.823,00	324.950,00	407.235,00	377.085,00
Peşin Ödenmiş Giderler	29.104.954,00	10.018.809,00	13.009.501,00	25.592.886,00	122.386.617,00
Ertelenmiş Vergi Varlığı	222.450.141,00	160.908.286,00	124.104.809,00	129.894.833,00	6.874.849,00
Toplam Duran Varlıklar	945.367.454,00	811.325.714,00	720.223.842,00	674.550.197,00	490.068.215,00
Toplam Varlıklar	2.756.130.840,00	2.724.761.986,00	2.152.709.920,00	2.046.064.310,00	1.800.655.437,00
Finansal Borçlar	115.683.539,00	129.526.783,00	164.803.520,00	191.766.580,00	250.614.716,00
Diğer Finansal Yükümlülükler	200.224,00	109.514,00	81.492,00	74.788,00	185.218,00
Ticari Borçlar	361.470.533,00	526.029.276,00	204.333.104,00	228.700.504,00	189.273.837,00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar					
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	22.639.175,00	11.037.018,00	26.647.362,00	6.071.610,00	8.465.955,00
Diğer Borçlar	1.030.943,00	777.084,00	565.726,00	616.098,00	2.837.564,00
Ertelenmiş Gelirler	24.615.505,00	15.825.557,00	5.933.980,00	3.859.828,00	12.700.138,00
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	57.374.618,00	61.812.697,00	62.683.415,00	9.718.025,00	1.880.310,00
Kısa Vadeli Karşılıklar	9.110.926,00	8.260.119,00	2.557.007,00	2.564.730,00	2.113.396,00
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.500.932,00	4.007.846,00	3.628.707,00	3.457.198,00	3.015.009,00
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	597.626.395,00	757.385.894,00	471.234.313,00	446.829.361,00	471.086.143,00
Finansal Borçlar	234.811.205,00	253.658.356,00	201.944.715,00	205.120.761,00	217.461.404,00
Ertelenmiş Gelirler			1.647.722,00	1.647.722,00	1.647.722,00
Uzun vadeli Karşılıklar	22.511.175,00	27.830.697,00	32.703.483,00	29.094.320,00	23.506.617,00
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	257.322.380,00	281.489.053,00	236.295.920,00	235.862.803,00	242.615.743,00
Özkaynaklar					
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.901.182.065,00	1.685.887.039,00	1.445.179.687,00	1.363.372.146,00	1.086.953.551,00
Ödenmiş Sermaye	440.000.000,00	220.000.000,00	220.000.000,00	220.000.000,00	220.000.000,00
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	24.268.966,00	-15.058.277,00	-15.948.488,00	-16.225.332,00	-10.460.025,00
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)		35.006.244,00	35.006.243,00	17.116.606,00	17.116.606,00
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	85.800.015,00	40.900.015,00	40.900.015,00	40.900.015,00	40.900.015,00
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	849.973.093,00	1.114.873.093,00	1.114.873.093,00	386.504.850,00	386.504.850,00
Dönem Net Kar/Zararı	514.432.227,00	303.458.200,00	63.641.060,00	728.368.243,00	446.184.341,00
Toplam Özkaynaklar	1.901.182.065,00	1.685.887.039,00	1.445.179.687,00	1.363.372.146,00	1.086.953.551,00
Toplam Kaynaklar	2.756.130.840,00	2.724.761.986,00	2.152.709.920,00	2.046.064.310,00	1.800.655.437,00
Hedge Dahil Net Yabancı Para Pozisyonu	332.187.469,00	793.996.147,00	121.381.159,00	212.082.601,00	412.358.671,00



# Europap Tezol Kağıt

## Gelir Tablosu

Kalem	2023/9	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9
Satış Gelirleri	2.116.986.456,00	1.398.103.622,00	704.204.088,00	2.396.434.448,00	1.645.459.537,00
Yurt İçi Satışlar	1.457.719.472,00	1.007.983.867,00	548.813.788,00	1.364.069.108,00	892.880.094,00
Yurt Dışı Satışlar	765.821.066,00	481.061.733,00	192.195.994,00	1.091.037.557,00	793.050.786,00
Satışların Maliyeti (-)	-1.513.846.162,00	-1.022.339.767,00	-503.480.902,00	-1.601.427.841,00	-1.100.322.981,00
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	603.140.294,00	375.763.855,00	200.723.186,00	795.006.607,00	545.136.556,00
Brüt Kar (Zarar)	603.140.294,00	375.763.855,00	200.723.186,00	795.006.607,00	545.136.556,00
Genel Yönetim Giderleri (-)	-63.380.733,00	-37.783.817,00	-20.282.667,00	-34.414.267,00	-24.445.183,00
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-105.572.774,00	-65.168.565,00	-51.638.169,00	-257.079.985,00	-185.852.071,00
Diğer Faaliyet Gelirleri	280.062.776,00	136.006.197,00	19.026.873,00	358.006.437,00	210.611.626,00
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-225.608.180,00	-97.711.445,00	-15.729.989,00	-284.825.909,00	-155.433.728,00
Faaliyet Karı (Zararı)	488.641.383,00	311.106.225,00	132.099.234,00	576.692.883,00	390.017.200,00
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	17.532.242,00	16.518.033,00	262.986,00	10.868.447,00	10.488.626,00
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-117.012,00	-767.821,00			
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	506.056.613,00	326.856.437,00	132.362.220,00	587.561.330,00	400.505.826,00
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	176.396.549,00	133.986.723,00	9.575.667,00	145.002.828,00	154.315.835,00
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	-109.197.477,00	-93.157.114,00	-12.840.959,00	-115.228.809,00	-109.389.153,00
Net Parasal Pozisyon Kazançları (Kayıpları)					
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	573.255.685,00	367.686.046,00	129.096.928,00	617.335.349,00	445.432.508,00
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	-58.823.458,00	-64.227.846,00	-65.455.868,00	111.032.894,00	751.833,00
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-154.194.410,00	-96.474.623,00	-60.721.347,00	-17.015.672,00	-5.718.076,00
Ertelemiş Vergi Geliri (Gideri)	95.370.952,00	32.246.777,00	-4.734.521,00	128.048.566,00	6.469.909,00
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	514.432.227,00	303.458.200,00	63.641.060,00	728.368.243,00	446.184.341,00
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/Zararı					
Dönem Karı (Zararı)	514.432.227,00	303.458.200,00	63.641.060,00	728.368.243,00	446.184.341,00
Azınlık Payları	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ana Ortaklık Payları	514.432.227,00	303.458.200,00	63.641.060,00	728.368.243,00	446.184.341,00
Amortisman	11.664.330,00	8.408.673,00	4.546.238,00	14.182.787,00	10.095.761,00



# Europap Tezol Kağıt

## Strateji ve Bireysel Portföy Yönetimi Departmanı

strateji@albyatirim.com.tr

### YASAL UYARI

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistikî şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibariyle mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiç bir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevî zararlardan her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

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

### ÇEKİNCE

Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ce dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, ALB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.