

Hisse Verileri

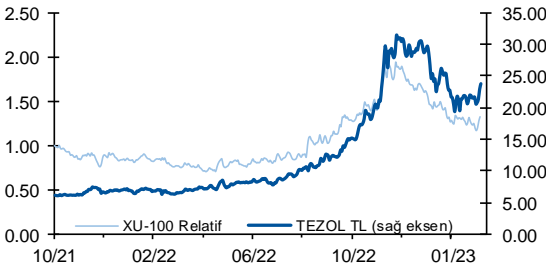
Bloomberg Hisse Kodu	TEZOL
Mevcut Fiyat (TL)	23.84
Hedef Fiyat (TL)	38.60
Getiri Potansiyeli (%)	61.9%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	6.25 32.46
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	48
Sermaye (mln TL)	220
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	5,245
Hedeflenen Piyasa Değeri	8,492
Net Borç	96
Firma Değeri	5,341

Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	6 Ay	YBB
Nominal Getiri	13%	-17%	89%	-19%
BIST100 Rölatif Getiri	2%	-27%	19%	-18%

Hisse Performansı



Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma Strateji ve Araştırma, Rasyonel Fiyatlar 09 Mart 2023 tarihi itibarıyla.

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret (TEZOL TI)

Beklentilerimize paralel sonuçlar

Değerlendirme: Sınırlı olumlu

Europap Tezol Kağıt Sanayi ve Ticaret 4Ç22'de 751 milyon TL satış geliri (Deniz Yatırım: 753 milyon TL), 173 milyon TL FAVÖK (Deniz Yatırım: 152 milyon TL) ve 282 milyon TL net kar (Deniz Yatırım: 155 milyon TL) açıkladı. Açıklanan sonuçlarda rakamların yıllık bazda arttığı, çeyrek bazda net kar hariç azaldığı görülmektedir. Bu doğrultuda, finansallarının hisse performansı üzerinde sınırlı olumlu bir etki yaratacağı düşüncesindeyiz.

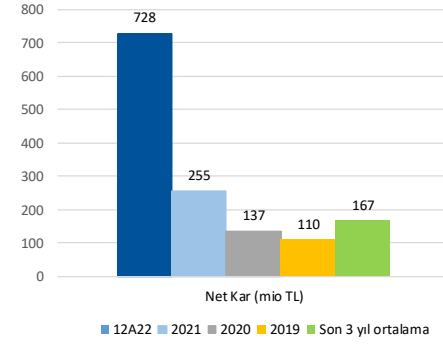
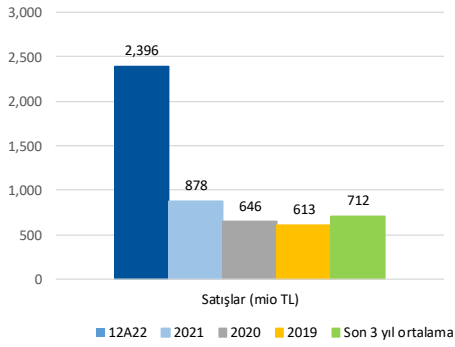
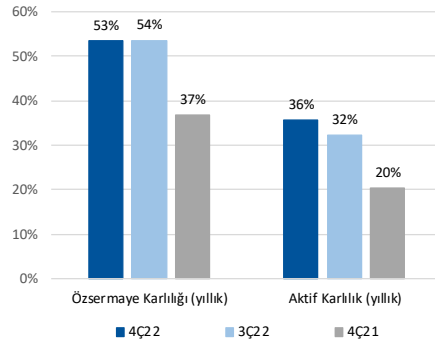
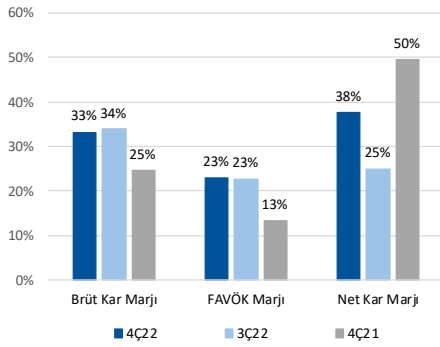
- Şirket'in 4Ç22 dönemi toplam satış gelirleri yıllık %175 artış ve çeyrek bazda %2 azalışla 751 milyon TL seviyesinde beklentimize paralel sonuçlar gelmiştir. 2022'nin tamamında satış gelirleri bir önceki yıla göre %133 artarak 2.396 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satış gelirlerindeki ÜFE oranı üzerindeki bu artışta; i) yıl içinde fabrikalarda süregelen modernizasyon çalışmalarıyla verimlilik ve kapasite artışı sağlaması, ii) yeni müşteri edinimi ve pazar payını arttırması, iii) fiyat düzenlemeleri etkili olmuştur.
- 4Ç22 dönemi brüt kâr rakamı yıllık bazda %273 artarak 250 milyon TL olmuştur. Aynı dönemde brüt kâr marjı yıllık bazda 8,7 puan artış göstererek %33,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022'nin tamamında ise brüt karı bir önceki yıla göre %219 artarak 795 milyon TL ve brüt kâr marjı 4,8 puan artışla %33,2 seviyesinde kaydedilmiştir. Brüt kâr marjındaki bu iyileşmede üretim süreçlerindeki verimlilik artışları ve ürünlerini fiyatlama kabiliyeti yer almaktadır.
- Operasyonel giderler 4Ç22'de yıllık bazda %143 artışla 81 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Operasyonel giderler/satışlar oranı ise aynı dönemde %10,8 seviyesinde kaydedilmiştir (3Ç22: %11,5, 4Ç21: %12,3). 2022'nin tamamında ise operasyonel giderler/satışlar oranı 2,4 puan iyileşerek %12,2 seviyesinde yılı tamamlamıştır.
- 4Ç22 FAVÖK rakamı yıllık bazda %371 artarak beklentimizin %10 civarı üstünde 173 milyon TL seviyesinde kaydedilmiştir. Yılın son çeyreğinde FAVÖK marjı yıllık bazda 9,6 puan artış göstererek %23,0 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022'nin tamamına baktığımızda ise FAVÖK bir önceki yıla göre %289 artarak 518 milyon TL ve FAVÖK marjı 6,4 puan artışla %21,6 seviyesinde kaydedilmiştir. FAVÖK marjındaki bu iyileşmede brüt kâr marjındaki artış ve operasyonel giderler/satışlar oranındaki iyileşme etkili olmuştur.
- Şirket'in, net karı yıllık bazda %108 artış gösterirken, çeyrek bazda %47 artarak 282 milyon TL olarak gerçekleştirmiştir. Beklentimizin üstünde gerçekleşen 4Ç22 dönemi net kar rakamında 121 milyon TL civarında sabit kıymetlerin yeniden değerlendirilmesi sebebiyle ertelenmiş vergi geliri kaydetmesi etkili olmuştur. 2022'nin tamamına baktığımızda ise net kar bir önceki yıla göre %186 artarak 728 milyon TL ve net kâr marjı 1,3 puan artışla %30,4 seviyesinde kaydedilmiştir.

- 4Ç21'de 90,9 milyon TL net finansman geliri yazan Şirket, 4Ç22 döneminde 15,2 milyon TL net finansman gideri kaydetmiştir.
- 2022 üçüncü çeyrek sonunda 80 milyon TL olan net borç pozisyonu 4Ç22 dönemi sonunda 96 milyon TL seviyesine yükselmiştir. 4Ç22'de net borç/FAVÖK rasyosu ise 0,2x seviyesinde gerçekleşmiştir (3Ç22: 0,2x).
- Şirket'in 2021 yıl sonu bilançosundaki nakit/toplam varlıkları %43,0 seviyesinden 2022 yıl sonuna gelindiğinde %14,3 seviyesine düşüş göstermiştir. Şirket'in nakit varlığındaki düşüşün temel nedenleri arasında; *i) devam etmekte olan yeni fabrika yatırımları için Şirket'in 2021 yılında almış olduğu kredilerin önemli kısmı 2022 yılında ilgili yatırımlara harcaması ve kredi geri ödemelerinin yapılması ii) Şirket, söz konusu yatırımın bir kısmını kendi öz kaynaklarıyla karşılaması iii) Şirket 2022 yılında toplam 55 milyon TL brüt ve nakit kar payı dağıtımını yapması iv) Şirket, nakit varlığının büyük bir kısmı yabancı para cinsinden olması sebebiyle, BDDK'nın 24.06.2022 tarihinde almış olduğu kararın da etkisiyle bir önceki yıla göre azaltması etkili olmuştur.*
- Şirketin net işletme sermayesi 2022 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla göre %152 artışla 751 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Net işletme sermayesi/ciro oranına baktığımızda ise bir önceki yıla göre 2,7 puan azalışla %31,3 seviyesine düşürmüştür. Yıl genelinde işletme sermayesi yönetimi olarak başarılı yönetildiği unutulmamalıdır.
- **Faaliyet raporundan derlediğimiz bilgilere göre;** Şirket'in son yıllardaki en büyük yatırımı, 2020 yılının son günlerinde düğmeye basarak Mersin Fabrika'da başlattığı yeni bir kâğıt üretim tesisi yatırımıdır. Şirket'in Mersin'deki ikinci, toplamda dördüncü kâğıt üretim tesisi olacak söz konusu yatırımı son aşamaya gelmiş, önümüzdeki birkaç ay içinde üretime geçmesi için çalışmalar devam etmektedir. Bu yatırımla birlikte Şirket'in toplam kâğıt üretim tesisi, ikisi İzmir'de, diğer ikisi de Mersin'de olmak üzere dörde çıkacaktır. Bu yatırımın Şirket'e sağlayacağı ek kâğıt (bobin) üretim kapasitesi 40.000 ton/yıl olacaktır. Bu ek kapasite, **Şirket'in mevcut kâğıt (bobin) üretim kapasitesinin %40'ın üzerinde bir oranla artması anlamına gelmekte olup** Şirket'in, önümüzdeki yıllarda gerek iç piyasada gerekse dış piyasalarda büyümesini destekleyecek en önemli yatırımıdır. **Şirket, 2022 yılında toplam 294,7 milyon TL yatırım yapmıştır.** Bu yatırımlar, önemli kısmı yukarıda belirtilen yeni kâğıt üretim tesisine ilişkin olmakla birlikte gerek İzmir Fabrika'da gerekse Mersin Fabrika'da yapılmış diğer yatırımları da içermektedir. Şirket'in hem İzmir Fabrika'da hem de Mersin Fabrika'da devam etmekte ya da başlanması planlanmakta olan yatırımları için fabrikalar bazında yatırım teşvik belgeleri bulunmakta olup Şirket bu yatırım teşvikleri ile sağlanan olanaklardan faydalanmaktadır.
- **Genel değerlendirme:** 2022 yıl sonu finansallarının ardından tahminlerimizde bir değişikliğe gitmiyor ve **Tezol için 12-aylık hedef fiyatımızı 38,60 TL, önerimizi de AL olarak sürdürüyoruz.** Hisse, yıl başından itibaren rölatif olarak %18 negatif performans göstermiştir. Geriye dönük verilere göre hisse 7,2x F/K ve 10,3x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Seçilmiş Şirket Finansalları

Seçilmiş Kalemler	4Ç22	3Ç22	4Ç21	Çeyrek Değişim	Yıllık Değişim	2021	2020	2019	Son 3 yıl ortalama
Satışlar (mio TL)	751	768	273	-2%	175%	878	646	613	712
Brüt Kar (mio TL)	250	260	67	-4%	273%	249	217	190	219
Brüt Kar Marjı	33.3%	33.9%	24.5%	-0.6 puan	8.7 puan	28.4%	33.6%	31.0%	31.0%
FAVÖK (mio TL)	173	175	37	-1%	371%	133	158	141	144
FAVÖK Marjı	23.0%	22.8%	13.4%	0.2 puan	9.6 puan	15.2%	24.4%	23.1%	20.9%
Net Kar (mio TL)	282	192	135	47%	108%	255	137	110	167
Net Kar Marjı	37.6%	25.0%	49.6%	12.6 puan	-12.1 puan	29.0%	21.2%	18.0%	22.7%
Net Borç* (mio TL)	96	80	-125	19%	a.d.	-125	-7	-29	-53
Net Borç/FAVÖK	0.2	0.2	-0.9	0.0	1.1	-0.9	0.0	-0.2	-0.4
Net Borç/Özsermaye	0.1	0.1	-0.2	0.0	0.3	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
Özsermaye Karlılığı (yıllık)	53.4%	53.5%	36.7%	-0.1 puan	16.7 puan	36.7%	30.1%	32.5%	33.1%
Aktif Karlılık (yıllık)	35.6%	32.3%	20.4%	3.3 puan	15.2 puan	20.4%	20.1%	22.9%	21.1%

* Rakamın pozitif olması Şirket'in net borç pozisyonunda olduğunu ifade etmektedir.



Bilanço

Şirket		TEZOL KAĞIT SANAYİ VE TİCARET			
Periyot Sonu	31.12.2022	30.09.2022	30.06.2022	31.03.2022	
Açıklanma Tarihi	09.03.2023	07.11.2022	18.08.2022	09.05.2022	
BİLANÇO (milyon TL)	4Ç22	3Ç22	2Ç22	1Ç22	
Dönen Varlıklar	1,372	1,311	1,221	1,054	
Nakit ve Nakit Benzerleri	292	379	358	487	
Finansal Yatırımlar	9	9	25	21	
Ticari Alacaklar	597	499	338	260	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Alacaklar	46	38	57	0	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Stoklar	383	374	417	257	
Canlı Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Dönen Varlıklar	44	12	27	29	
(Ara Toplam)	1,372	1,311	1,221	1,054	
Ortaklara Dağıtılmak Üzere ve Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Duran Varlıklar	675	490	481	326	
Ticari Alacaklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Alacaklar	0	0	0	0	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finansal Yatırımlar	22	22	22	12	
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	
Canlı Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0.00	0.00	0.00	0.00	
Stoklar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Kullanım Hakkı Varlıkları	8	4	4	4	
Maddi Duran Varlıklar	488	335	247	225	
Şerefiye	0	0	0	0	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	
Ertelenmiş Vergi Varlığı	130	7	25	10	
Diğer Duran Varlıklar	26	122	183	74	
TOPLAM VARLIKLAR	2,046	1,801	1,702	1,380	
KAYNAKLAR					
Kısa Vadeli Yükümlülükler	447	471	527	430	
Finansal Borçlar	192	251	284	228	
Diğer Finansal Yükümlülükler	0	0	0	0	
Ticari Borçlar	229	189	195	137	
Diğer Borçlar	1	3	9	50	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Devlet Teşvik ve Yardımları	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	4	13	19	5	
Dönem Kar Vergi Yükümlülüğü	10	2	3	1	
Borç Karşılıkları	3	2	3	3	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10	11	15	6	
(Ara Toplam)	447	471	527	430	
Ortaklara Dağıtılmak Üzere ve Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Uzun Vadeli Yükümlülükler	236	243	275	222	
Finansal Borçlar	205	217	256	205	
Diğer Finansal Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ticari Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Diğer Borçlar	0	0	0	0	
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	
Devlet Teşvik ve Yardımları	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	2	2	2	0	
Uzun vadeli karşılıklar	29	24	17	18	
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	0.00	0.00	0.00	0.00	
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	0	0	
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	
Özkaynaklar	1,363	1,087	900	728	
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,363	1,087	900	728	
Ödenmiş Sermaye	220	220	220	100	
Karşılıklı İştirak Sermayesi Düzeltmesi (-)	0.00	0.00	0.00	0.00	
Hisse Senedi İhraç Primleri	0.00	0.00	0.00	0.00	
Değer Artış Fonları	0.00	0.00	0.00	0.00	
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	41	41	40	29	
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	387	387	387	519	
Dönem Net Kar/Zararı	728	446	254	92	
Yabancı Para Çevrim Farkları	0	0	0	0	
Diğer Özsermaye Kalemleri	-12	-7	-2	-11	
Azınlık Payları	0	0	0	0	
TOPLAM KAYNAKLAR	2,046	1,801	1,702	1,380	

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Gelir tablosu

Şirket	TEZOL KAĞIT SANAYİ VE TİCARET			
Periyot Sonu	31.12.2022	30.09.2022	30.06.2022	31.03.2022
Açıklanma Tarihi	09.03.2023	07.11.2022	18.08.2022	09.05.2022
GELİR TABLOSU (milyon TL)	4Ç22	3Ç22	2Ç22	1Ç22
Sürdürülen Faaliyetler				
Satış Gelirleri	751	768	516	362
Satışların Maliyeti (-)	-501	-508	-334	-259
Ticari Faaliyetlerden Diğer Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	250	260	182	103
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler	0.00	0.00	0.00	0.00
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)	0.00	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Diğer Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Brüt Kar (Zarar)	0.00	0.00	0.00	0.00
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
BRÜT KAR (ZARAR)	250	260	182	103
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-71	-79	-70	-37
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10	-10	-8	-7
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	147	75	83	53
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-129	-59	-26	-70
Faaliyet Karı Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
FAALİYET KARI (ZARARI)	187	187	161	42
Vergi Öncesi Diğer Gelir ve Giderler	0	6	3	1
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	6	3	1
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0	0
Diğer Gelir ve Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kar/Zararlarındaki Paylar	0	0	0	0
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	187	194	164	43
Finansal Gelirler (Esas Faaliyet Dışı)	-9	35	52	68
Finansal Giderler (Esas Faaliyet Dışı) (-)	-6	-15	-67	-28
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	172	214	149	83
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	110	-22	13	9
Dönem Vergi Geliri (Gideri)	-11	-2	-3	-1
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	122	-20	16	10
Diğer Vergi Geliri (Gideri)	0.00	0.00	0.00	0.00
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	282	192	162	92
DURDURULAN FAALİYETLER				
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı (Zararı)	0.00	0.00	0.00	0.00
DÖNEM KARI (ZARARI)	282	192	162	92
Dönem Kar/Zararının Dağılımı				
Ana Ortaklık Payları	282	192	162	92
Azınlık Payları	0	0	0	0
Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	1.28	0.87	0.74	0.42
Sürdürülen Faaliyetlerden Seyreltilmiş Hisse Başına Kazanç	1.28	0.87	0.74	0.42
Hisse Başına Kazanç	1.28	0.87	0.74	0.42
Sürdürülen Faaliyetlerden Hisse Başına Kazanç	1.28	0.87	0.74	0.42

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Rasyonet

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

© DENİZ INVEST 2023

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; AL, TUT ve SAT olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlendirme ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.