



AL

Hisse Fiyatı: 19,85 TL

Hedef Fiyat: 31,11 TL

Getiri Potansiyeli: %56,7

16.05.2024

## Europap Tezol

Tüketici tercihlerine uygun markalarla geniş ürün kategorisine sahip. Temizlik kağıtları kategorisinde Türkiye'nin en önemli özel markalı firmalarından biri olan Europap Tezol, müşteri talepleri ve pazar ihtiyaçlarını uygun ürün portföyü devamlı olarak gözden geçirilmektedir. Bu kapsamda ürün geliştirme çalışmalarının yanı sıra gerekli durumlarda yeni yatırım ve makine parkı yenileme faaliyetlerinde bulunmaktadır.

**Düşük borçlanmanın yanı sıra kolay finansman kaynağı erişimi.** Sürdürülebilir faaliyet karlılığıyla öne çıkan şirketin en önemli fon kaynağı da elde etmiş olduğu karlardan oluşurken, olası dış finansman kaynağı gerekliliğinde döviz riski almak yerine TL borçlanma tercih edilmekte.

**Değerleme.** TEZOL hisseleri için 12 aylık hedef fiyatımızı %56,7 getiri potansiyeli ile 31,11 TL olarak belirlememiz nedeniyle, 'AL' önerisi ile araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz. TEZOL değerlendirme modelimizde 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA Analizi ve Benzer Şirket Çarpanı yöntemlerine sırasıyla %50 ve %50 ağırlıklar veriyoruz.

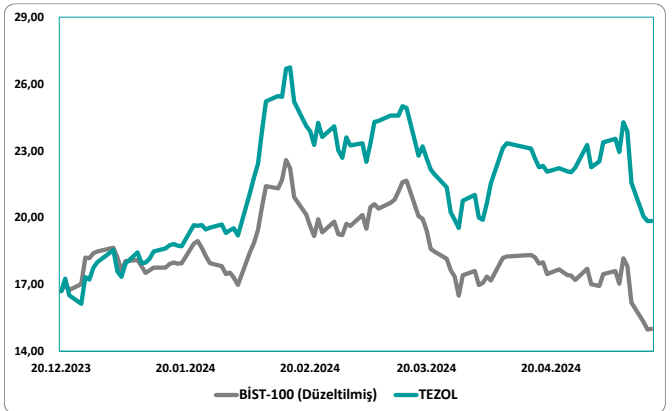
## Cari Piyasa Göstergeleri

52 Haftalık En Düşük	Piyasa Değeri (milyon TL)	F/K
9,46	8.734	333,15

52 Haftalık En Yüksek	Halka Açıklık Oranı (%)	PD/DD
28,00	24,00	2,80

milyon TL	2023/12
Dönen Varlıklar	1.964
Duran Varlıklar	2.195
Toplam Aktifler	4.159
Kısa Vadeli Yükümlülükler	732
Uzun Vadeli Yükümlülükler	307
Özkaynaklar	3.120
Ödenmiş Sermaye	440

Gelir Tablosu (milyon TL)	2022	2023	2024T
Hasılat	4.248	3.648	4.924
Brüt Kar	767	748	1.083
FAVÖK	582	530	825
FAVÖK Marjı	13,7%	14,5%	16,8%
Net Kar/Zarar	681	26	886



**UYARI NOTU:** 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## Yatırım Tezi

**Tüm ürün kategorilerinde, tüketici tercihine uygun markalar yer almaktadır.** Temizlik kağıtları kategorisinde Türkiye'nin en önemli özel markalı üreticileri firmalarından biri olan Europap Tezol, 15 özel marka için üretim yapmaktadır. Aynı zamanda kendisine ait 5 ana markası olan şirket, bitmiş ürün olarak toplamda 195 civarında ürün çeşidi üretmekte olup bu ürünleri ile Tüketici ve Ev Dışı Kullanım (EDK) kanallarında yer almaktadır. Dolayısıyla müşteri talepleri ve pazar ihtiyaçları şirketin her zaman önceliği olup, ürün portföyü buna göre ve devamlı olarak gözden geçirilmektedir. Ayrıca şirketin yurt içi satışları önde gelen zincir mağazalar, ülke geneline yayılan bayi kanalı ve diğer müşteriler aracılığı ile gerçekleştirilmektedir.

**ÜR-GE çalışmaları.** Europap Tezol, ürün kalitesini iyileştirmek, müşteri taleplerini karşılamak ve ürünlerinde farklılaşmak amacıyla sürekli ürün geliştirme üzerine çalışmakta, gerektiği durumlarda yeni yatırım ve/veya makine parkı yenileme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Özellikle Aralık 2023'te üretime başlanmış olan Mersin'deki fabrikasında yeni kağıt üretim tesisi yatırımı ile ek kapasite artışı mevcut kağıt (bobin) üretim kapasitesini %40'ın üzerinde artırarak şirketin, önümüzdeki yıllarda gerek iç piyasada gerekse dış piyasalarda büyümesini destekleyecek en önemli yatırımlarından biri olmuştur.

**Geri dönüşümlük kağıttan üretim yapabilen çok az sayıdaki temizlik kağıdı üreticisinden biri.** Şirket, ülkemizde selüloz dışında geri dönüşümlük kağıttan da üretim yapabilen çok az sayıdaki temizlik kağıdı üreticisinden biri olup, bu tür kağıtları ihracata dönüştürerek katma değer yaratabilen bir modele sahiptir. Birinci kağıt üretim tesisi PM1 ve üçüncü kağıt üretim tesisi PM3 hem selülozdan hem de geri dönüşümlük kağıttan kağıt bobin üretebilirken PM2 yalnızca selülozdan kağıt bobin üretecek şekilde tasarlanmıştır. PM4 ise başlangıçta yalnızca selülozdan üretim yapabilecek şekilde yapılmış olmakla birlikte gerektiğinde geri dönüşümlük kağıttan da üretim yapabilecek alt yapıya sahiptir.

**Finansman kaynağı kolaylığı ve düşük borçlanma ihtiyacı.** Şirketin en önemli fon kaynağı faaliyetlerinden elde ettiği karı olup, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman giderleri de bir diğer fon kaynağı olarak dikkate alınmaktadır. Dış finansman kullanılan durumlarda, şirket, çok gerekli olmadığı sürece TL cinsinden borçlanmayı tercih ederek döviz kuru risklerinden olabildiğince kaçınmaktadır. Şirket ayrıca, dış finansman kullandığı hemen her durumda sabit faizle borçlanmayı tercih etmekte, bu şekilde faiz risklerini de bertaraf etmektedir.

**Kağıdın geri dönüşümü, hijyenik kağıt ürünü üretiminde önemli bir nokta olarak ortaya çıkmaktadır.** Kağıt endüstrisinde, orman alanlarının kıtlığı ve atık artışı gibi çevresel sorunlar nedeniyle geri dönüşüme olan talepte yüksek bir artış yaşanmaktadır. Geri dönüştürülen dokular, tüketici ve üreticiler için maliyeti azaltmanın yanı sıra çevrenin sürdürülebilirliğini destekleyen süreçlerdir.

**UYARI NOTU:** 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.

## Riskler

**Döviz kuru oynaklığı.** Döviz kuru tarafında yaşanacak yüksek volatilité ya da döviz kurunun düşük kalması, ihracatının payı göz önüne alındığında özellikle ihracat gelirlerini ve marjları olumsuz etkileyebilecek temel faktörler arasında yer alıyor.

**Borçlanma maliyetlerindeki artışlar.** Şirket her ne kadar sabit faizle borçlanıyor olsa da, piyasalarda artan borçlanma maliyetlerinin kar üzerinde baskı oluşturma olasılığı söz konusu olabilir. Ayrıca faizlerin arttığı bir ekonomik ortamda yaşanacak olası toplam talep baskılanması şirket ürünlerine olan talebi de olumsuz etkileyerek satış gelirlerini düşürücü etki yaratabilir.

**Maliyet kalemlerinde öngörülemeyen olası artışlar.** Şirket her ne kadar selüloz tarafında hedge yöntemleri kullansa da selüloz ve navlunun yanı sıra diğer maliyet kalemlerinde yaşanacak olası dalgalanma ve öngörülemeyen yükselişler ciro üzerinde baskı oluşturabilir.

**Euro bölgesinde yavaşlamanın devam etmesi potansiyel risk unsuru.** Şirketin odak pazarının Batı daha özeldé ise Avrupa olması dikkate alındığında, her ne kadar Avrupa Merkez Bankası (ECB)'den faiz indirimleri beklentileri öne çıkıyor olsa da Euro Bölgesi'nde yaşanacak olası ekonomik yavaşlama şirket gelirleri üzerinde olumsuz etki yaratabilir. Diğer yandan iç pazardaki doğunluk da göz önünde bulundurulursa, ihracat tarafındaki olası aksaklığın iç Pazar ile telafi imkanının da düşük olabileceği görüşündeyiz.

**UYARI NOTU:** 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## Değerleme Özeti

Europap Tezol'un 12 aylık hedef piyasa değerine ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Benzer Şirket Karşılaştırması yöntemlerini kullandık. İNA ve Benzer Şirket Karşılaştırma yöntemlerine sırasıyla %50 ve %50 ağırlık verdik.

İNA modelimiz, 12 aylık 13.959 milyon TL hedef şirket değerine işaret etmektedir. 12 aylık hedef fiyatını ise 2024-2029 yılları arasını kapsayan modelimiz kapsamında %59,8 yükseliş potansiyeli ile 31,73 TL olarak bulmaktayız. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranının %5,0, beta katsayısını şirketin son bir yıllık ortalama betası olan 0,84, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini %27,6 ve risksiz faiz oranını %23 olarak varsaydık. Benzer şirket çarpanları sonuçlarına göre ise 13.421 milyon TL 12 aylık hedef şirket değerine ulaşmaktayız. Benzer şirket karşılaştırmasında şirketin faaliyet alanı ve piyasa değeri göz önünde bulundurularak yurt içi yerine, yurt dışında yer alan ve şirket ile faaliyet alanlarının benzer olduğuna kanaat getirdiğimiz firmaları modelimize dahil ettik. Çarpanlar olarak ise, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarını kullanmayı tercih ettik.

**Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış değerlendirme modelimizde TEZOL için 12 aylık hedef fiyatımız 31,11 TL seviyesinde olup %56,7 artış potansiyeline işaret ediyor.**

### Tablo 1: Değerleme Özeti

DEĞERLEME ÖZETİ			
	Şirket Değeri (milyon TL)	Ağırlık	Değer (milyon TL)
İNA	13.959	50%	6.980
Benzer Şirket Çarpanları	13.421	50%	6.711
<b>12 Aylık Hedef Şirket Değeri</b>			<b>13.690</b>
Hisse Adedi			440
Mevcut Hisse Fiyatı*			19,85
<b>12 Aylık Hedef Fiyat</b>			<b>31,11</b>
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>			<b>56,7%</b>

\*Son işlem günündeki gün sonu kapanış fiyatı.

**UYARI NOTU:** 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

## Değerleme Özeti

Tablo 2: İNA Değerleme

İNA Değerleme	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar (milyon TL)	4.248	3.648	4.924	6.648	8.975	11.892	15.756	20.877
Yıllık Değişim %		-14,1%	35,0%	35,0%	35,0%	32,5%	32,5%	32,5%
Brüt Kar Marjı		20,5%	22,0%	24,0%	26,0%	28,0%	30,0%	32,0%
Amortisman	76	82	111	150	202	268	355	470
FAVÖK	582	530	825	1.247	1.952	2.824	4.215	6.002
FAVÖK Marjı	13,7%	14,5%	16,8%	18,8%	21,8%	23,8%	26,8%	28,8%
Yatırım Harcamaları	389	265	246	332	449	595	788	1.044
Net İşletme Sermayesi Değişimi			201	383	137	238	632	-201
<b>Serbest Nakit Akış</b>			<b>252</b>	<b>342</b>	<b>1.070</b>	<b>1.592</b>	<b>2.200</b>	<b>4.312</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>			<b>216</b>	<b>234</b>	<b>597</b>	<b>724</b>	<b>836</b>	<b>1.369</b>
Sonsuz Büyüme Oranı	5,00%							
+Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	9.781							
+İndirgenmiş Nakit Akımları	3.976							
<b>Firma Değeri</b>	<b>13.758</b>							
+Nakit ve Nakit Benzeri	424							
+Finansal Yatırımlar	127							
-Net Borç	348							
<b>Hedef Şirket Değeri (milyon TL)</b>	<b>13.959</b>							
Dolaşımdaki Pay Senedi Adedi (milyon Ad.)	440							
Mevcut Hisse Fiyatı*	19,85							
<b>Hedef Hisse Fiyatı</b>	<b>31,73</b>							
<b>Yükseliş Potansiyeli</b>	<b>59,8%</b>							

\*Son işlem günündeki gün sonu kapanış fiyatı.

Tablo 3: İNA Küresel Ölçekte Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (milyon USD)	FD/FAVÖK			FD/Net Satışlar		
			2024T	2025T	2026T	2024T	2025T	2026T
SUZANO SA	BRAZIL	13.365	5,99	5,27	4,79	2,89	2,59	2,42
CMPC	CHILE	5.087	6,71	6,30	5,93	1,19	1,16	1,12
WUZHOU SPECIAL-A	CHINA	888	9,04	7,21	6,13	1,23	1,02	0,86
QIFENG NEW MAT-A	CHINA	961	14,04	11,82	11,19	1,70	1,49	1,35
<b>Küresel Ortalama</b>			<b>8,95</b>	<b>7,65</b>	<b>7,01</b>	<b>1,75</b>	<b>1,57</b>	<b>1,43</b>
<b>TEZOL</b>		<b>271</b>	<b>10,50</b>	<b>6,95</b>	<b>4,44</b>	<b>1,76</b>	<b>1,30</b>	<b>0,96</b>
Prim/(İskonto)			17,3%	-9,2%	-36,7%	0,2%	-16,8%	-32,7%

Kaynak: Bloomberg, InvestAZ Araştırma & Strateji

**UYARI NOTU:** 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.

## Küresel Temizlik Kağıdı Pazarı

Temizlik kağıdı sektörü, selüloz ve atık kağıt gibi hammadde girdilerini kullanarak peçete, tuvalet kağıdı, kağıt havlu, yüz mendili, tek kullanımlık bebek bezi, gibi hijyen kağıt ürünlerine dönüştüren işletmeleri kapsar.

Pazar, özellikle sürdürülebilir ve premium ürünlerin geliştirilmesi gibi önemli teknolojik yenilikler geliştirmektedir. Bu ürünler, çevre dostu ve yüksek kaliteli temizlik ürünlerine yönelik artan tüketici talebini karşılamaktadır.

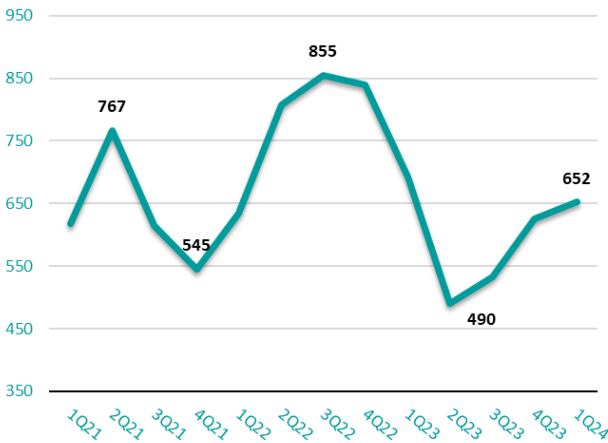
Temizlik kâğıdı ürünleri pazarının boyutu son yıllarda güçlü şekilde büyüme göstermiştir. 2023 yılında 62 milyar ABD doları olan sektör büyüklüğünün 2024 yılında 66,9 milyar dolara yükselmesi beklenmektedir.

Covid-19 sonrasında hijyen ve temizlik konusunda farkındalığın artmasıyla beraber sektörün gelecek yıllarda da güçlü şekilde büyümesi beklenmektedir. Sektörün 2032 yılında 118 milyar ABD dolarına ulaşması ve bu süreçte yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO)'nın %5,4 olması beklenmektedir.

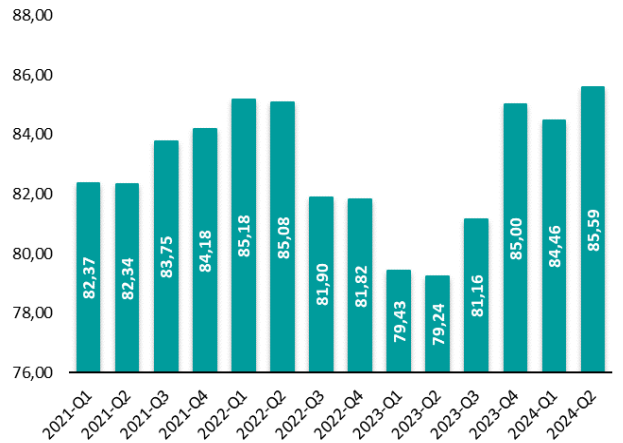
Son yıllarda sektördeki en yüksek büyüme oranları hijyen üzerindeki temel rolleri nedeniyle banyo ve tuvalet kağıtları alanında gerçekleşmiştir. Artan turizm ve otel konaklamaları talebi, temizlik kağıtları gibi tek kullanımlık ürünlerin tüketimini artırarak büyümeyi desteklemiştir.

Genel olarak, küresel temizlik kâğıdı pazarı, artan temizlik bilinci, üretimdeki teknolojik ilerlemeler ve sürdürülebilir ürünlere olan küresel odaklanma gibi faktörlerle desteklenerek güçlü bir büyüme potansiyeline sahiptir.

**Grafik 1: Selüloz Fiyatları (USD/t)**



**Grafik 2: Türkiye Kağıt ve Kağıt Ürünleri Kapasite Kullanımı Oranları (%)**



**UYARI NOTU:** 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.

## Şirket Profili

1969 yılında Tezol Tütün İhracat Dahili Ticaret İthalat A.Ş. unvanıyla tütün ticareti ile iştigal etmek üzere kurulmuş olan şirket, 1969-2005 yılları arasında tütün ticareti faaliyetleri ile meşgul olmuştur.

2000 yılında, Şirket ortaklarının temizlik kağıdı sektörüne girme kararı üzerine; E.U.R.O Pap. Kağıt ve Temizlik Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ticari unvanlı yeni bir şirket kurulmuştur. Kurulan yeni şirketin faaliyet konusu, piyasada yer alan temizlik kağıdı üreticisi şirketlerden kağıt bobin halinde temizlik kağıdı satın alarak bunlardan bitmiş ürün üretmek (Konverting) ve satmaktır.

2001 yılında ilk öz markalı ve özel (market) markalı ürünlerini tüketici ile buluşturduktan sonra, temizlik kağıdı faaliyetlerinin gösterdiği büyüme üzerine şirket ortakları, sadece kağıt bobinden temizlik kağıdı üretimi (Konverting) faaliyetleri ile sınırlı kalmayarak, hammaddeden (selüloz ve/veya geri dönüşümlük kağıt) kağıt bobin halinde temizlik kağıdı üretimi de yaparak tam bir entegre üretici olmak üzere 2002 yılında kağıt fabrikası yatırımı yapma kararı almışlardır. Böylece entegre üretici olma kararı çerçevesinde 1969 yılında kurulmuş olan Tezol Tütün İhracat Dahili Ticaret İthalat A.Ş.'nin ticari unvanı, Tezol Tütün Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

2003 yılında ilk ihracat işlemini gerçekleştirerek, yurt dışı piyasalara da açılan şirket, 2004 yılında birinci kağıt üretim tesisini (PM1) İzmir Torbalı'da 24.504 ton/yıl kağıt bobin kapasitesi ile devreye almıştır. Söz konusu tesis, hammadde olarak hem selülozdan hem de geri dönüşümlük kağıttan temizlik kağıdı üretebilme esnekliğine ve teknolojisine sahiptir. 2009 yılında ikinci kağıt üretim tesisi (PM2) birinci üretim tesisinin yer aldığı İzmir Torbalı'daki arazi üzerinde 30.181 ton/yıl kağıt bobin kapasitesi ile devreye alınmıştır. Söz konusu tesis, yalnızca selülozdan temizlik kağıdı üretebilecek şekilde kurulmuştur. 2016 yılında üçüncü üretim tesisi (PM3), Mersin Tarsus OSB'de satın alınmış olan yeni arazide, 31.365 ton/yıl kağıt bobin kapasitesi ile devreye alınmıştır. Söz konusu tesis, birinci üretim tesisi PM1 gibi hem selülozdan hem de geri dönüşümlük kağıttan temizlik kağıdı üretebilme esnekliğine ve teknolojisine sahiptir. Yıllar içinde yapılan iyileştirmeler sonucu üretim tesisin yıllık kapasitesi 38.508 tona yükselmiş ve Temmuz 2022'de yenilenen kapasite raporunda bu şekilde güncellenmiştir.

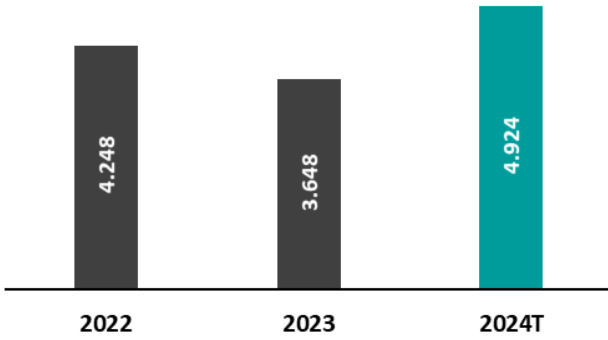
Şirket, 2020 yılının son günlerinde, Mersin Tarsus OSB'deki mevcut kağıt üretim tesislerinin yanında 40.000 ton/yıl kağıt bobin kapasiteli yeni bir kağıt üretim tesisi (PM4) yatırımına başlamıştır. PM4'ün devreye alınmasıyla birlikte şirketin toplam üretim kapasitesi 2024 yılı sonunda yıllık 133.000 tona ulaşacaktır.

**UYARI NOTU:** 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.

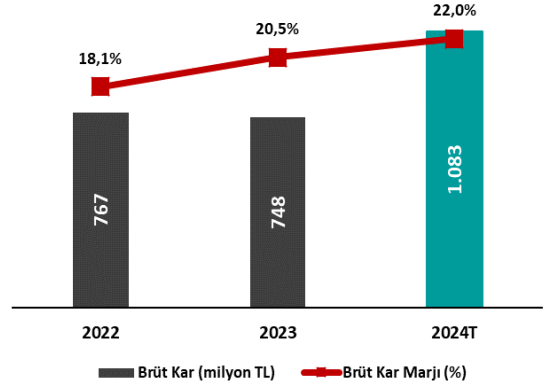
## Şirket Finansalları ve Tahminler

Europap Tezol, enflasyon muhasebesine kapsamında düzeltilmiş rakamlarına göre, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 4.247 milyon TL ve 3.647 milyon TL satış geliri açıkladı. 2023 yılında satış gelirleri yıllık bazda %14,1 düşüş göstermiş olmakla birlikte, enflasyon muhasebesi dönemlerdeki ciro artış performansı ve devam eden sürece yönelik şirket ve sektör beklentileri dikkate alınarak projeksiyon dönemi boyunca şirket cirosunun yıllık ortalama %33,7 büyüme sergileyeceğini tahmin ediyoruz. Brüt kar tarafında, 2023 yılında enflasyon muhasebesinin etkisinde sınırlı bir gerileme görülse de, şirketin bu yıl ve devam eden yıllarda brüt kar ve brüt kar marjı tarafında istikrarlı bir yükseliş olabileceğini tahmin ediyoruz. Buradaki dayanak noktamız ise şirketin olası yurt dışı yatırımları ile ciro içerisinde yurt dışı satışlarının payını artırmaya yönelik olası adımlarının katkısı ve maliyetler tarafında düşüş eğilimine dair beklentiler sayılabilir.

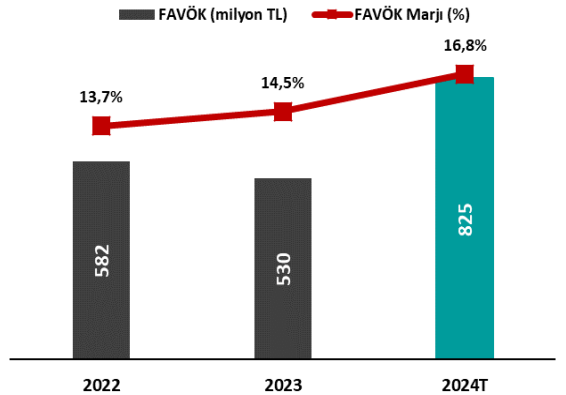
### Grafik 3: Satış Gelirleri (milyon TL)



### Grafik 4: Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı



### Grafik 5: FAVÖK ve FAVÖK Marjı



2022 yılında 582 milyon TL FAVÖK açıklayan şirket 2023 yılında 530 milyon TL FAVÖK açıklarken FAVÖK marjı aynı yıllar için sırasıyla %13,7 ve %14,5 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca FAVÖK marjında artış öngördüğümüz Europap Tezol için projeksiyon dönemi boyunca ortalama yıllık FAVÖK marjını %23,0 olarak tahmin etmekteyiz.

**UYARI NOTU:** 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 dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.