

Mondi Tire Kutsan Kağıt ve  
Ambalaj Sanayi A.Ş.,  
Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj  
Sanayi A.Ş.

Birleşme ve Hisse Değişim Oranı Tespitine İlişkin  
Uzman Kuruluş Raporu

20 Nisan 2022



Gizli ve Özel

**EY**  
Building a better  
working world

**Ernst Young Kurumsal Finansman  
Danışmanlık A.Ş.**

Orjin Maslak Plaza, Maslak Mahallesi, Eski  
Büyükdere Caddesi No:27 Sarıyer / İstanbul  
– Türkiye

[www.ey.com](http://www.ey.com)

**İnciser Olguner Arıkoç**

Ortak

Tel: +90 212 408 5570  
Email: [inciser.olguner@tr.ey.com](mailto:inciser.olguner@tr.ey.com)

**Gonca Özşaran Yenipazarlı**

Direktör

Tel: +90 212 408 5687  
Email: [gonca.ozsaran@tr.ey.com](mailto:gonca.ozsaran@tr.ey.com)

**Barış Sakal**

Kıdemli Müdür

Tel: +90 212 408 59 69  
Email: [baris.sakal@tr.ey.com](mailto:baris.sakal@tr.ey.com)

**Ata Yıldırım**

Müdür

Tel: +90 212 408 58 73  
Email: [ata.yildirim@tr.ey.com](mailto:ata.yildirim@tr.ey.com)

**Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş., Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş.-  
Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Değerleme Danışmanlık Raporu**

**20 Nisan 2022**

Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan Yönetim Kurulları'nın Dikkatine,

Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. ("Mondi Tire Kutsan" veya "MTK") ve Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. ("Mondi Olmuksan" veya "MOL") ile ayrı ayrı imzalamış olduğumuz 12 Ocak 2022 tarihli aynı içerikli sözleşmelerimiz çerçevesinde Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan (ikisi birlikte "Şirketler", "Birleşen Şirketler" veya "Müşteri")'ın Mondi Tire Kutsan bünyesinde birleşmesine ilişkin olarak 31 Aralık 2021 ("Değerleme Tarihi") tarihi itibarıyla birleşme ve hisse değişim oranlarının belirlenmesine ilişkin çalışmamızın sonuçlarını Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği (Seri:II No:23.2)'nin 7. Maddesi çerçevesinde hazırlanan Uzman Kuruluş Raporu ("Rapor") ile sunmaktan mutluluk duymaktayız. Bu Rapor'un amacı, söz konusu birleşmeye ilişkin olarak Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan Yönetim Kurulları'nın talebi üzerine SPK düzenlemeleri çerçevesinde birleşme ve hisse değişim oranlarının tespit edilmesidir ("Amaç"). Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Yönetim Kurulları'nın karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Çalışmamız, Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Değerleme danışmanlık çalışması Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütülmüş olup ilgili standartlara uygun olarak hazırlanmıştır.

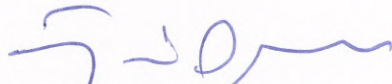
Değerleme danışmanlık çalışması Müşteri Yönetimi tarafından sağlanan Mondi Tire Kutsan'ın ve Mondi Olmuksan'ın SPK Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 dönemlerine ait denetlenmiş konsolide TFRS mali tabloları ve Müşteri Yönetimi tarafından sağlanan iş planları ile finansal ve operasyonel bilgilerin analizini kapsamaktadır. Çalışmalarımızda, Müşteri Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Bu Rapor, talebiniz üzerine, sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen Amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. ("EY" veya "EY Türkiye"), Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan Yönetim Kurulları'nın dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bu Rapor'un dağıtımı Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan Yönetimi, onların ana hissedarı Mondi Corrugated B.V. ("Mondi") ile birleşme işlemi ile ilgili yasal kurumlar ve düzenleyici otoriteler (SPK vb.) ile sınırlıdır.

Bu kısıtlamaya rağmen Raporumuz üçüncü şahıs ve kurumlar veya diğer ilgili şahıslara açıklanırsa, bu şahıslar herhangi bir karar verirken veya yatırım yaparken Raporumuzu dayanak olarak kullanmamalıdır; aksi halde EY, Müşteri Yönetimleri dışında hiçbir kuruma karşı sorumluluk kabul etmemektedir.

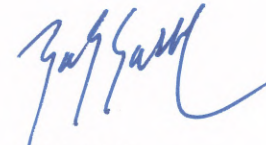
Bu değerlendirme Danışmanlık Raporu, ilişikteki "Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullara" tabidir.

Saygılarımızla,



İnciser Olguner Arıkoç  
Ortak

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.



Barış Sakal  
Kıdemli Müdür

# İçindekiler

## Yönetici Özeti

1

Sayfa 4

## Sektör ve Şirket Bilgisi

2

Sayfa 15

## Değerleme Yöntemleri

3

Sayfa 24

## Değerleme Sonuçları ve Hi ...

4

Sayfa 30

## Ekler

5

Sayfa 39

# 1

## Yönetici Özeti

# Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

## Çalışmanın Amacı

Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın sırasıyla 15 Nisan 2022 tarihli ve 9 sayılı ve 15 Nisan 2022 tarihli ve 13 sayılı Yönetim Kurulu kararlarına istinaden Mondi Olmuksan'ın hisselerinin, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Seri: II No: 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ile diğer ilgili mevzuat hükümleri yanı sıra 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") 136 ila 158 ve 191 ila 194'üncü maddeleri hükmü ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun kurumların devir muamelelerini düzenleyen 19. ve 20. maddeleri hükümleri çerçevesinde Mondi Tire Kutsan tarafından devir alınmasına ("Birleşme İşlemi") ve bu çerçevede bir hisse değişim oranının hesaplanmasına karar verilmiştir.

Bu kapsamda, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan Yönetim Kurulları, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın birleşmesine ilişkin SPK'nın Seri: II No: 23.2 sayılı düzenlemeleri çerçevesinde Uzman Kuruluş olarak hisse değişim oranının belirlenmesine yönelik değerlendirme çalışmasının EY tarafından yapılmasını talep etmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında, SPK'nın değerlendirme standartlarına ilişkin esasları belirlediği ve Uluslararası Değerleme Standardı ile uyumlu Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) esas alınmıştır.

Bu Rapor'da, Mondi Olmuksan devrolan şirket, Mondi Tire Kutsan ise devralan şirket olarak gösterilmiştir. Devralan ve devrolan kuruluşlar da "Şirketler" olarak adlandırılmıştır.

## Çalışmanın Kapsamı

SPK'nın Seri: II No: 23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği"nde belirtildiği üzere birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasında ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yönteminin dikkate alınması gerekmektedir.

Bu kapsamda değerlendirme çalışmasında, kullanılan yöntemler (i) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ("İNA"), (ii) Pazar Yaklaşımı – Piyasa Değeri, (iii) Piyasa Yaklaşımı – Benzer Şirketler Yöntemi ve (iv) Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi olarak belirlenmiştir. Tanımlanan yöntemlerin, birleşme ve değişim oranlarının hesaplanması için yeterli olduğu görüşünderiz. Yöntemlere ilişkin detaylı bilgiler Değerleme Yöntemleri bölümünde sunulmaktadır.

Bu çalışmada esas alınan değer "Makul Değer"dir. UDS1'e göre makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır."

Değerleme tarihi, SPK'nın Seri: II No: 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 6. maddesi çerçevesinde 31 Aralık 2021 olarak belirlenmiştir.

Değerleme çalışması, Müşteri Yönetimleri tarafından sağlanan Şirketler'in SPK Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş TFRS konsolide mali tabloları esas alınarak gerçekleştirilmiştir.

Değerleme çalışmasında Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın sahip olduğu yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğinde olan gayrimenkullere ilişkin TSKB tarafından 31 Aralık 2021 değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış olan 2022C67 Mondi Tire Menderes 1 Adet Arsa, 2022REV60 Mondi Olmuksan Edirne Merkez 5 Adet Arsa ve 2022REV59 Olmuksan Tekirdağ Çorlu Fabrika isimli gayrimenkul ekspertiz raporlarında yer alan rayiç değerleri dikkate alınmıştır ve bu değerlerin değerlendirme tarihindeki piyasa değerlerini doğru yansıttığı kabul edilmiştir. Gayrimenkul ekspertiz raporlarının detayları Ekler bölümünde sunulmaktadır. Gayrimenkul ekspertiz raporlarında sağlanan verilerin doğruluğu EY tarafından bağımsız olarak doğrulanmamış olup bu verilerin doğruluğu ve bütünlüğüyle ilgili tarafımızca bir güvence verilmemektedir.

Piyasalarda genel kabul gören uzman kişi veya kuruluşların üçüncü bir taraf olarak sağladığı raporlar ve ilişkili veriler çalışmada girdi olarak esas alınmıştır; ancak bu verilere ilişkin herhangi bir denetim yapılmamıştır.

## SPK'ya İlişkin Beyanımız

Uzman Kuruluş Raporu'muz SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği kullanılarak hazırlanmıştır.

SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği Madde 7'de Uzman Kuruluş Görüşü'ne ilişkin aşağıdaki bilgiler paylaşılmış olup, çalışmamız bu doğrultuda hazırlanmıştır:

- ▶ "Birleşme ve bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. Söz konusu raporda değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi kullanılır.
- ▶ Değerleme işlemlerinde, Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri dikkate alınır.
- ▶ Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerlendirme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur."

Yukarıda yer alan 2. madde ile uyumlu olacak şekilde bu Rapor'un SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereğince Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında hazırlandığını beyan ederiz.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar bölümünde yer almakta olan aşağıdaki koşulları sağladığımızı,

- ▶ Bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- ▶ Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olduğumuzu,
- ▶ Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğunu,
- ▶ Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- ▶ Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğunu,
- ▶ Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- ▶ Ayrıca sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmeti veren bağımsız denetim kuruluşları, bağımsız denetimini üstlendikleri müşterilerine aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini ve değerlendirme çalışmasını talep eden müşteri ile değerlendirme yapacak kuruluş arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmadığını beyan ederiz.

Bu Rapor, SPK Karar Organı'nın 03.10.2019 tarih ve 55/1294 sayılı kararı ile yayınlanmış olan ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından hazırlanan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" kapsamında hazırlanmıştır.

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler

## Proje Ekibi

Uzman Kuruluş Raporu İnciser Olguner Arıkoç liderliğinde yürütülmüş olup 4'ü yönetici olmak üzere projede toplam 6 kişi çalışmıştır. Proje ekibinde yer alan Kıdemli Müdür Barış Sakal, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansını elinde bulundurmakta olup sertifika numarası 213269, doğrulama numarası 165908'dir. Barış Sakal'ın Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansları, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş'nin Kamuya Açık Lisans Sorgulama bölümünden doğrulanabilir.

- ▶ İnciser Olguner Arıkoç, 2000 yılında EY Türkiye'ye katılmış olup, 2003 yılında katıldığı Strateji ve Kurumsal Finansman Hizmetleri Bölümü'nde Ortak olarak görevini sürdürmektedir.
- ▶ Gonca Öz saran Yenipazarlı, 2011 yılında EY Strateji ve Kurumsal Finansman Hizmetleri çatısı altına katılmış olup, Direktör olarak görevini sürdürmektedir.
- ▶ Barış Sakal, 2013 yılında katıldığı EY Türkiye Strateji ve Kurumsal Finansman Hizmetleri Bölümü'nde Kıdemli Müdür olarak görevini sürdürmektedir.
- ▶ Ata Yıldırım, 2019 yılında EY Strateji ve Kurumsal Finansman Hizmetleri ekibine katılmıştır ve şu an Müdür olarak görevini sürdürmektedir.

## Müşteri İlişkisi

EY Türkiye olarak Mondi A.G. ("Mondi")'ye, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'a ilişkin son üç yıl içerisinde sağlanmış olan hizmetler aşağıda yer almaktadır.

- ▶ EY Avusturya ve Mondi arasında yapılan sözleşme doğrultusunda; EY Türkiye, Mondi'nin Mondi Olmuksan'ın %90.38 hissesini 31 Mayıs 2021 ("İşlem Tarihi") tarihinde satın alma işlemine yönelik 30 Temmuz 2021 tarihinde sunulan Satın Alma Bedelinin Dağıtılmasına ilişkin Değerleme Danışmanlık Raporu kapsamında destek olmuştur.
- ▶ EY Avusturya ve Mondi arasında yapılan sözleşme doğrultusunda; EY Türkiye, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın olası birleşme kararının Mondi Yönetimi tarafından değerlendirilmesi için hisse değişim oranına ilişkin 14 Ocak 2022 tarihinde taslak bir analiz sunulması için destek olmuştur.

## Bağımsızlık Beyanı

EY bünyesinde bu projede çalışmış olan proje ekibi birleşmeye konu olan Şirketler'in birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. EY'ın Uzman Kuruluş Raporu için alacağı ücret bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. EY'ın, Şirketler ile, bunların bağlı ortaklıklar ve iştirakleri ile doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

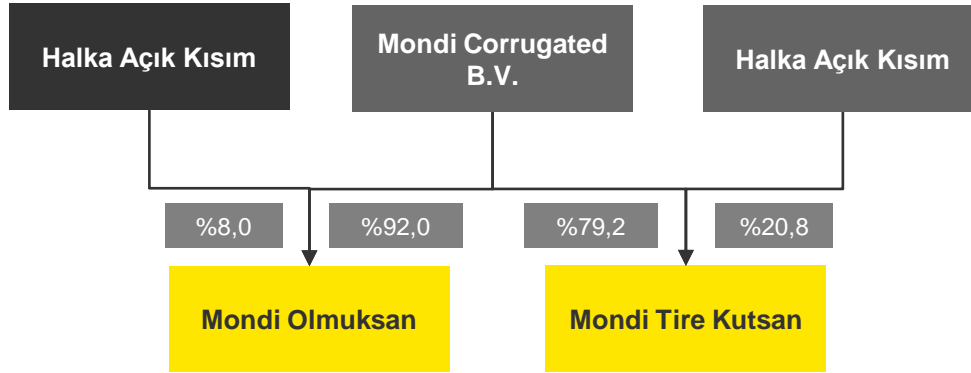
Hazırlamış olduğumuz değerlendirme danışmanlık çalışmasında yer alan proje ekibi gerekli tüm teknik yeterliliğe, deneyime ve bilgiye sahiptir, gerekli mesleki özeni göstermiştir ve proje ekibimiz tüm bağımsızlık ilkelerine uyduğunu beyan etmektedir.

Projenin planlanması, değerlendirilmesi ve sonuçlandırılması aşamalarında proje ekibimiz proje kapsamında hizmet vermekte olduğumuz Şirketler'in ortaklarına ve paydaşlarına zarar verecek davranışlardan özenle kaçınmıştır.

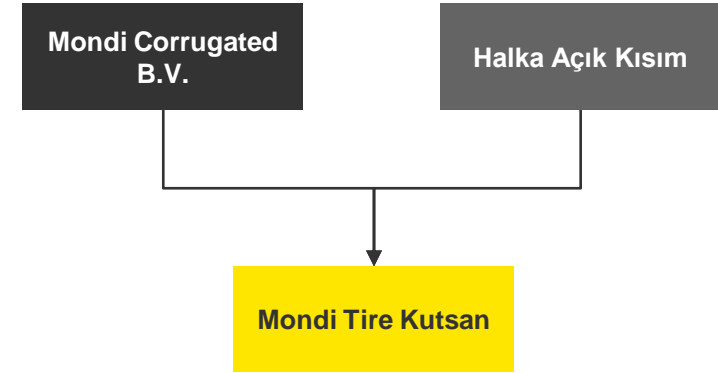
Çalışmalarımızda, Şirketler'in Yönetimleri tarafından tarafımıza sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Şirketler'in tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Ayrıca çalışma sonuçlarının adil ve makul bir zeminde hazırlanabilmesi adına Şirketler Yönetimleri'nden temin edilmiş iş planlarına Şirketler'in geçmiş finansal performansları ve halka açık kaynaklardan elde edilen bilgiler ışığında gerekli makuliyet testleri uygulanmıştır.

# Birleşme İşlemi Genel Çerçevesi ve Ortaklık Yapısı

## Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı



## Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı



- Anlayışımıza göre, öngörülen işlem çerçevesinde Mondi Olmuksan hisseleri Mondi Tire Kutsan'a devrolacaktır. Mondi Tire Kutsan sermaye artış yoluna giderek Mondi Olmuksan ile birleşecektir.



## Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

## Seçilen Değerleme Yöntemleri ve Gerekçeleri

Değerleme Yöntemleri	Verilen Ağırlık	Yöntemin Seçilme Gerekçesi
<b>İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA)</b>	<b>%50,0</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Şirketlerin öngörülebilir iş planları oluşturulabilecek olgunlukta olması ve Şirketler'in yönetimlerinin mevcut stratejilerini ve bu çerçevede Şirketler'in nakit yaratma potansiyelini yansıması nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kullanılmıştır. Kağıt ve oluklu ambalaj sektörü pandemi döneminde hem küresel çapta hem de Türkiye'de önemli bir talep artışıyla karşılaşmıştır. Ayrıca, 2021 yılında (özellikle son çeyrekte) Türkiye'de kağıt ve oluklu ambalaj sektörü, kağıt fiyatlarının ağırlıklı olarak döviz cinsinden olması nedeniyle makroekonomik koşullardan da etkilenmiş olup, bu durum Şirketler'in 2021 yılında finansal sonuçlarında önemli değişiklikler yaşanmasına neden olmuştur. Ayrıca, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan halihazırda yatırım döngüleri açısından farklı aşamalarda. Dolayısıyla, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi, Şirketler'in gelecek potansiyelini ve sektöre ilişkin beklentileri yansıması nedeniyle, hisse değişim hesaplamasında ana yöntem olarak kullanılmış ve bu yöntem %50 ağırlık verilmiştir.</li> </ul>
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>%25,0</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Uluslararası Değerleme Standartları gereğince değerlemeye konu varlığın aktif olarak işlem gördüğü durumlarda Piyasa Değeri Yöntemi'ne önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmelidir. Bu çerçevede Mondi Tire Kutsan'ın %20,8 ve Mondi Olmuksan'ın %8,0 oranında halka açık olması ve işlem hacimlerinin makul seviyelerde olması nedeniyle Piyasa Değeri Yöntemi hisse değişim hesaplamasında göz önünde bulundurulmuştur. Ancak Şirketler'in halka açıklık oranları dikkate alınarak (özellikle Mondi Olmuksan'ın halka açıklık oranının %10'un altında olması) Piyasa Değeri Yöntemine %25 ağırlık verilmiştir.</li> </ul>
<b>Benzer Şirketler</b>	<b>%12,5</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Benzer Şirketler Yöntemi'nde, Şirketler'in değerini belirlemek için aynı sektörde benzer şirket yapılarına sahip halka açık emsal şirketler seçilip ilgili şirketlerin değerlendirme çarpanları kullanılmaktadır. Seçilmiş olan emsal şirketler arasında piyasa değeri olarak nispeten büyük ölçekli ve farklı coğrafyalarda operasyonlarını sürdüren şirketler bulunması sebebiyle Benzer Şirketler Yöntemi'ne %12,5 ağırlık verilmiştir.</li> </ul>
<b>Benzer İşlemler</b>	<b>%12,5</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mondi, 31 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla International Paper'dan Mondi Olmuksan'ın %90,38 hissesini satın almıştır. Bu işlem, hisselerin çoğunluğunu içermekte olup istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem olarak kabul edilmektedir. İşlem tarihi ile 31 Aralık 2021 arasındaki Şirketler'in faaliyet gösterdiği sektör ve Türkiye'deki makroekonomik koşullar (EUR bazında kağıt fiyatlarındaki artışların yanı sıra TL'de yaşanan devalüasyon da dahil olmak üzere) önemli ölçüde değişmiştir. Bu nedenle 31 Aralık 2021 itibarıyla değeri yansıması amacıyla, Mondi Olmuksan için düzeltilmiş işlem değeri hesaplanmıştır. Detaylı analizler sayfa 37'de sunulmuştur. Mondi Tire Kutsan'ın hisse değeri hesaplanırken ise Şirketler'in faaliyet gösterdiği sektördeki güncel Benzer Piyasa İşlemleri Yöntemi kullanılmıştır. Benzer İşlemler Yöntemi'ne yukarıda özetlenen hususlar nedeniyle %12,5 ağırlık verilmiştir.</li> </ul>

## Değerlemelere Verilen Ağırlıklar

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları, Piyasa Değeri, Benzer Şirketler Çarpanı ve Benzer İşlemler Çarpanı olmak üzere dört yöntem kullanılmıştır. Uygulanan yöntemler ve verilen ağırlık sonucu ulaşılan birleşme ve hisse değişim oranlarının adil ve makul olduğu görüşüdeyiz.

## Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

## Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

	Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Mondi Tire Kutsan - Hisse Değeri (m TL)	Mondi Olmuksan - Hisse Değeri (m TL)	Mondi Tire Kutsan - Değişim Oranı	Mondi Olmuksan - Değişim Oranı	Ulaşılabilecek Sermaye (m TL)	Sermaye Artırımı (m TL)	Hisse Değişim Miktarı
1	İndirgenmiş Nakit Akışı	%50,0	3.995	2.812	%58,7	%41,3	340,79	140,79	0,56978
2	Piyasa Değeri	%25,0	1.938	1.849	%51,2	%48,8	390,84	190,84	0,77232
3	Benzer Şirketler	%12,5	3.650	2.028	%64,3	%35,7	311,13	111,13	0,44974
4	Benzer İşlemler	%12,5	4.205	2.316	%64,5	%35,5	310,17	110,17	0,44586
	<b>Sonuç</b>	<b>%100,0</b>			<b>%58,2</b>	<b>%41,8</b>	<b>343,46</b>	<b>143,46</b>	<b>0,58056</b>

Birleşme Oranı

Hisse Değişim Miktarı

**%58,2****0,58056**

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla

MOL hissedarları, 1 MOL hissesine karşılık 0.58056 MTK hissesi elde edecektir.

İşlem sonrasında, MTK'nın sermayesi 143 m TL artırılarak 343 m TL'ye çıkacaktır.

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

3.995m TL

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

2.812m TL

## Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

m TL	Ödenmiş Sermaye		Hisse Değeri		Hisse Değişim Oranı	Hisse Değişim Miktarı
Mondi Tire Kutsan	200	=A <sub>1</sub>	3.995	=A <sub>2</sub>	%58,7	1,00000
Mondi Olmuksan	247	=B <sub>1</sub>	2.812	=B <sub>2</sub>	%41,3	0,56978
Toplam			6.808		%100,0	
m TL			Formül			Hesaplama
Birleşme Oranı		C	$C = \frac{A_2}{A_2 + B_2}$	=		%58,7
Ulaşılabacak Sermaye		D	$D = \frac{A_1}{C}$	=		341
Arttırılacak Sermaye		E	$E = D - A_1$	=		141
Hisse Değişim Miktarı		DO	$DO = \frac{E}{B_1}$	=		0,56978

Birleşme Oranı

%58,7

Ulaşılabacak Sermaye

341m TL

MOL için Değişim Miktarı

0,56978

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

1.938m TL

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

1.849m TL

## Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Değeri Yöntemi

m TL	Ödenmiş Sermaye		Hisse Değeri		Hisse Değişim Oranı	Hisse Değişim Miktarı
Mondi Tire Kutsan	200	=A <sub>1</sub>	1.938	=A <sub>2</sub>	%51,2	1,00000
Mondi Olmuksan	247	=B <sub>1</sub>	1.849	=B <sub>2</sub>	%48,8	0,77232
Toplam			3.788		%100,0	

m TL		Formül		Hesaplama
Birleşme Oranı	C	$C = \frac{A_2}{A_2 + B_2}$	=	%51,2
Ulaşılabacak Sermaye	D	$D = \frac{A_1}{C}$	=	391
Arttırılacak Sermaye	E	$E = D - A_1$	=	191
Hisse Değişim Miktarı	DO	$DO = \frac{E}{B_1}$	=	0,77232

Birleşme Oranı

%51,2

Ulaşılabacak Sermaye

391m TL

MOL için Değişim Miktarı

0,77232

## Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

3.650m TL

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

2.028m TL

## Piyasa Yaklaşımı – Benzer Şirketler Yöntemi

m TL	Ödenmiş Sermaye		Hisse Değeri		Hisse Değişim Oranı	Hisse Değişim Miktarı
Mondi Tire Kutsan	200	=A <sub>1</sub>	3.650	=A <sub>2</sub>	%64,3	1,00000
Mondi Olmuksan	247	=B <sub>1</sub>	2.028	=B <sub>2</sub>	%35,7	0,44974
Toplam			5.678		%100,0	
m TL			Formül			Hesaplama
Birleşme Oranı		C	$C = \frac{A_2}{A_2 + B_2}$	=		%64,3
Ulaşılabilecek Sermaye		D	$D = \frac{A_1}{C}$	=		311
Arttırılacak Sermaye		E	$E = D - A_1$	=		111
Hisse Değişim Miktarı		DO	$DO = \frac{E}{B_1}$	=		0,44974

Birleşme Oranı

%64,3

Birleşme Sonrası Sermaye

311m TL

Hisse Senedi Değişim Oranı

0,44974

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

4.205m TL

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

2.316m TL

## Piyasa Yaklaşımı – Benzer İşlemler Yöntemi

m TL	Ödenmiş Sermaye		Hisse Değeri		Hisse Değişim Oranı	Hisse Değişim Miktarı
Mondi Tire Kutsan	200	=A <sub>1</sub>	4.205	=A <sub>2</sub>	%64,5	1,00000
Mondi Olmuksan	247	=B <sub>1</sub>	2.316	=B <sub>2</sub>	%35,5	0,44586
Toplam			6.521		%100,0	

m TL		Formül		Hesaplama
Birleşme Oranı	C	$C = \frac{A_2}{A_2 + B_2}$	=	%64,5
Ulaşılabilecek Sermaye	D	$D = \frac{A_1}{C}$	=	310
Arttırılacak Sermaye	E	$E = D - A_1$	=	110
Hisse Değişim Miktarı	DO	$DO = \frac{E}{B_1}$	=	0,44586

Birleşme Oranı

%64,5

Birleşme Sonrası Sermaye

310m TL

Hisse Senedi Değişim Oranı

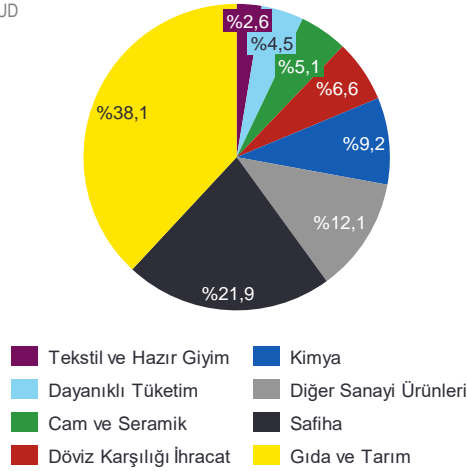
0,44586

# 2

## Sektör ve Şirket Bilgisi

## Kağıt ve Oluklu Mukavva Kullanım Alanları

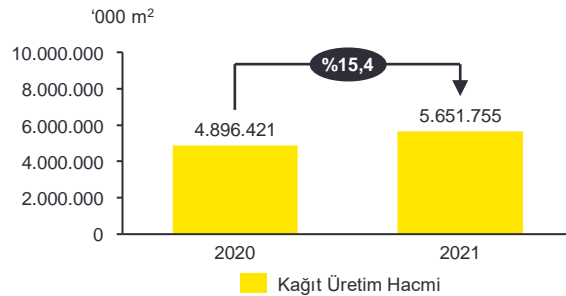
Kaynak: OMUD



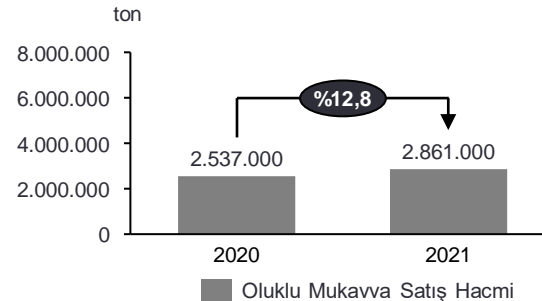
- Oluklu mukavva sektörü 2021 yılında %12,8 oranında büyüme göstermiştir. Türkiye’de özellikle son yıllarda artan kentleşme, konut sektöründeki hareketlilik ve e-ticaret pazarının gelişimi oluklu mukavva tüketimini arttırmıştır. Ayrıca Covid-19 pandemisi sonrası dünya genelinde ürünlerin üretimi ve dağıtımında değişimler yaşanmış ve bunun da Türkiye pazarına olumlu katkısı olmuştur. Sürdürülebilirliğe olan odaklanmanın artması da oluklu mukavva ambalajın daha çok tercih edilmesine neden olmuştur.
- Oluklu mukavva paketleme ürünlerine olan talep, internet üzerinden yapılan paketli ürün alışverişlerine artan talep ile doğru orantılı olarak artış göstermektedir. İnternet üzerinden yapılan alışverişler ile kağıt ve mukavva sektörü arasındaki korelasyonun ilerleyen yıllarda da devam etmesi beklenmektedir.
- Kağıt ve oluklu mukavvanın başlıca kullanım alanları; gıda ve tarım, tekstil ve hazır giyim, dayanıklı tüketim, cam ve seramik, kimya, diğer sanayi ürünleri ve kutu sektörüne yapılan safiha satışlarıdır.
- Euromonitor Türkiye Oluklu Mukavva Raporuna göre Türkiye, 2020 yılında Batı Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında en büyük 4. oluklu mukavva üreticisidir. Covid-19 pandemisinin; mevcut alışkanlıkları değiştirerek ilgili pazardaki talebi arttıran etkisi ile 2025 yılında Türkiye’nin Batı Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında en büyük 3. üretici olması beklenmektedir.
- Modern Ambalaj, Mondi Tire Kutsan, Mondi Olmuksan, Dunapack ve Ankutsan oluklu mukavva sektörünün Türkiye’deki ana oyuncularındır.

## Türkiye Toplam Kağıt Üretim ve Oluklu Mukavva Satış Hacmi

Kaynak: Müşteri Yönetimi



Kaynak: Müşteri Yönetimi

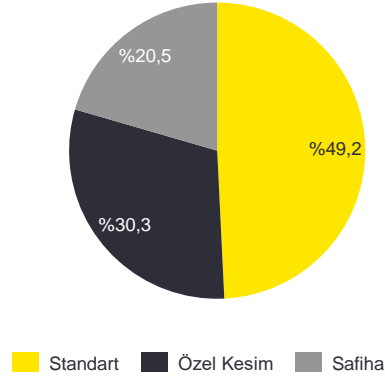


- 2021 yılında geçmiş yıllara kıyasla Covid-19 pandemisinin de etkisiyle hem global piyasalarda hem de Türkiye’de beklenmedik bir talep artışı yaşanmıştır. Bu talebe karşılık vermek için 2021 yılında, 2020 yılına göre Türkiye’de toplam üretim hacmi %15,4 oranında; oluklu mukavva satış hacmi ise %12,8 oranında artış göstermiştir.
- Türkiye’de üretilen oluklu mukavvanın en çok kullanıldığı alan %38,1 ile gıda ve tarım alanında olup ikinci olarak %21,9 pay ile safiha satışları üzerinden gerçekleşmektedir. İlerleyen yıllarda kullanım alanı olarak e-ticaret’in ağırlık kazanması beklenmektedir.



## Türkiye Ürün Grubu Dağılımı

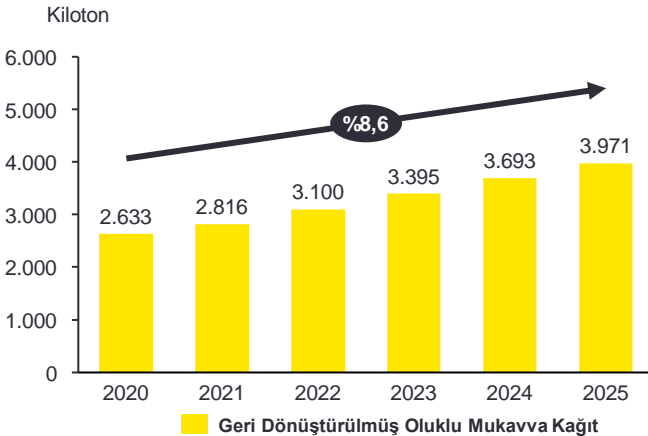
Kaynak: Müşteri Yönetimi



- Türkiye'de üretilen oluklu mukavva 3 ana kategoride çeşitlenmektedir. Standart kesim %49,2 pay ile ülkemizde en çok üretilen oluklu mukavva ürünü olup %30,3 pay ile özel kesim, %20,5 pay ile safiha ürünleri üretilmektedir. Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın üretimini gerçekleştirmekte olduğu ürünler de standart, özel kesim kutu ve safiha ana ürün gruplarının altında yer almaktadır. İlgili ürünler için müşterilerin ihtiyaçları doğrultusunda farklı gramaj ve dalga tiplerinde oluklu mukavvalar kullanılmakta olup daha ağır gramajlara sahip dayanıklı ürünler daha yüksek fiyatlarla satılabilmektedir.
- 2021 yılında hem Türkiye'de hem global çapta artan talep ve limitli arzın da etkisi ile birlikte kağıt üretimi için gerekli hammadde fiyatlarında yaşanan maliyet artışları, kağıt ve oluklu mukavva ürünlerinin fiyat artışını tetiklemiştir. Alt tarafta yer alan grafikte oluklu mukavva ürünlerinin hammaddesi olan kağıt fiyatlarının 2021 yılının Ocak ayından itibaren EUR bazında artış trendi görülmektedir. Kraftliner ve geri dönüştürülmüş oluklu mukavva kağıt ürünleri MOL ve MTK için ana ürün segmentlerini oluşturmaktadır ve tüm ürün gruplarında EUR bazında fiyat artışları gözlemlenmiştir. 2021 yılında (özellikle son çeyrekte) yaşanan TL devalüasyonu ile birlikte TL bazında hammadde maliyetleri ve birim fiyatlar 2021 yılında önemli ölçüde artmıştır ve 2022 yılının ilk aylarında da bu trend gözlenmektedir. Kağıt ürünlerine olan yoğun talebin devam edeceği öngörülmekte olup 2022 yılında birim fiyatların artışının devam edeceği ve 2023 yılı sonrasında EUR bazında hammadde maliyetlerinin benzer seviyelerde seyredeceği öngörülmektedir.

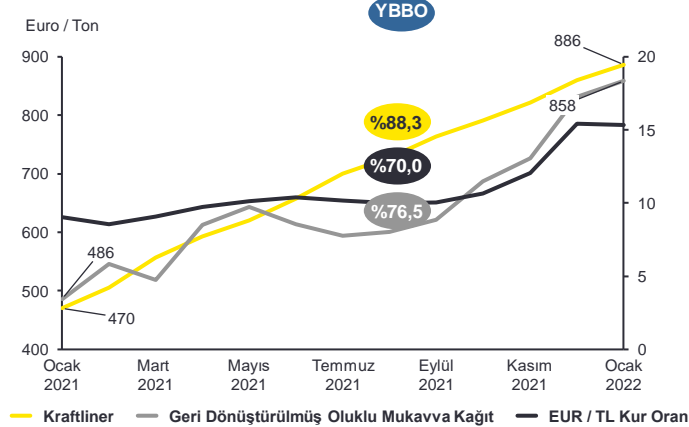
## Türkiye Geri Dönüştürülmüş Oluklu Mukavva Kağıdı Talebi

Kaynak: Müşteri Yönetimi



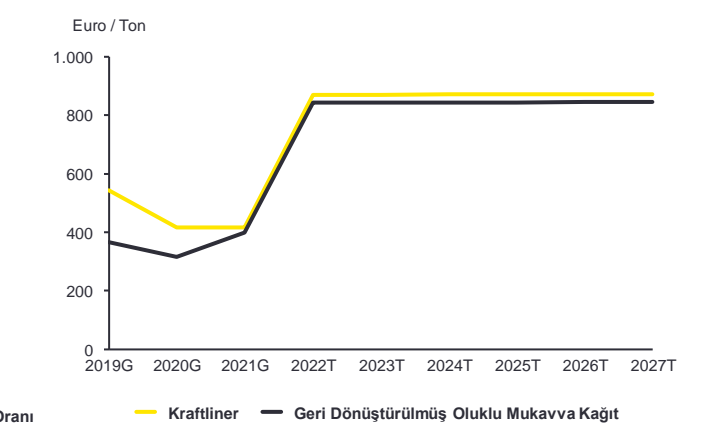
## Ocak 2021G – Ocak 2022G Kağıt Fiyatları

Kaynak: Müşteri Yönetimi



## 2019 – 2027 Kağıt Fiyatları

Kaynak: Müşteri Yönetimi



## Mondi Tire Kutsan

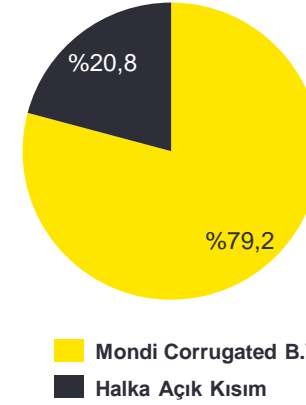
Mondi Tire Kutsan, 1974 yılında İzmir'de kurulmuştur. 1991 yılında Mondi Tire Kutsan halka arz edilerek Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

Mondi Tire Kutsan, 2007 yılından itibaren Mondi A.G.'nin bağlı ortaklığı olan Mondi Corrugated B.V.'nin iştiraki olarak faaliyet göstermektedir. 31 Aralık 2021 itibarıyla, Mondi Corrugated B.V., Mondi Tire Kutsan'ın hisselerinin %79,2'sine sahip olup diğer hisseler borsada işlem görmektedir.

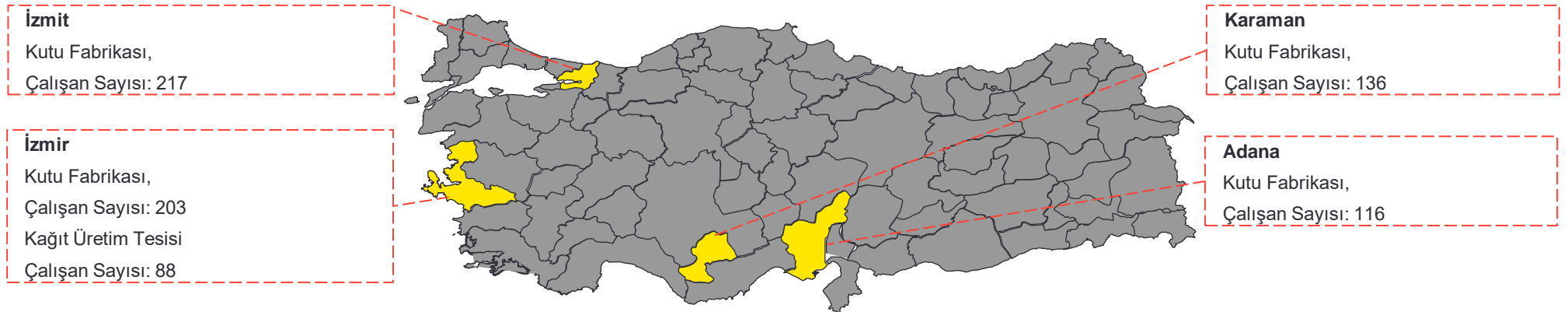
Mondi Tire Kutsan'ın ana faaliyet konusu oluklu mukavva kutu kağıt ve hurda kağıt üretimi ve satışlarıdır. İzmir Tire'de bulunan kağıt üretim fabrikası MTK'nın oluklu mukavva üretimindeki hammadde ihtiyacının bir kısmını karşılamaktadır. Mondi Tire Kutsan oluklu mukavva üretim tesislerinde gıda, meyve ve sebze, içecek, dayanıklı tüketim, otomotiv, kozmetik & hijyen ve mobilya gibi birçok farklı sektöre ambalaj çözümleri sunmaktadır.

Mondi Tire Kutsan, 2021 yılında 549 milyon metrekare oluklu mukavva ve 72 bin ton kağıt satışı gerçekleştirmiştir. 2021 yılı itibarıyla Mondi Tire Kutsan'ın ortalama çalışan sayısı 801'dir.

## Ortaklık Yapısı (31 Aralık 2021)



## Mondi Tire Kutsan – Üretim Tesisleri



## Mondi Tire Kutsan – Bilanço

'000 TL	2019G	2020G	2021G	
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.592	7.137	39.754	
Ticari Alacaklar	1	329.951	462.316	1.070.293
Diğer Alacaklar	942	942	924	
Stoklar	1	96.134	146.200	410.049
Diğer Dönen Varlıklar	2	10.631	16.929	37.571
Finansal Türev Araçları	1.746	737	3.113	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>450.995</b>	<b>634.261</b>	<b>1.561.704</b>	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	999	999	999	
Maddi Duran Varlıklar	287.327	340.015	342.873	
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.449	9.461	4.916	
Gelecek Dönemlere Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	3	1.835	1.263	42.213
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4	3.882	7.170	68.852
Kullanım Hakkı Varlığı	5	8.567	2.759	9.177
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>311.059</b>	<b>361.667</b>	<b>469.030</b>	
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>762.054</b>	<b>995.928</b>	<b>2.030.734</b>	
Finansal Yükümlülükler	262.594	271.828	341.000	
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5	6.572	2.693	7.546
Ticari Borçlar	1	191.224	343.005	825.848
Diğer Yükümlülükler	6	26.590	31.638	96.743
Finansal Türev Araçları	493	3.666	61.686	
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>487.473</b>	<b>652.830</b>	<b>1.332.822</b>	
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	7	24.309	38.967	46.647
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	5	2.831	1.153	8.443
<b>Uzun Vadeli Yükümlükler</b>	<b>27.141</b>	<b>40.119</b>	<b>55.090</b>	
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>514.613</b>	<b>692.949</b>	<b>1.387.912</b>	
<b>Özkaynaklar</b>	<b>247.441</b>	<b>302.979</b>	<b>642.822</b>	
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	<b>762.054</b>	<b>995.928</b>	<b>2.030.734</b>	

Kaynak: Müşteri Yönetimi

Mondi Tire Kutsan'ın TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanan ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli bilançoları solda yer alan tabloda sunulmuştur.

- Mondi Tire Kutsan'ın 2019-2021 yılları arası ortalama ticari alacak, ticari borç ve stok günleri sırasıyla 110, 112 ve 53'tür. Hammadde fiyatlarında yaşanan artışlar ve TL devalüasyonu sebebiyle satışların ve satılan malın maliyetinin arttığı, dolayısıyla 2021 yıl sonunda ticari alacakların, ticari borçların ve stokların TL bakiyelerinde artış yaşandığı görülmektedir.
- Mondi Tire Kutsan'ın diğer dönen varlıklar bakiyesi içerisinde devreden KDV, gelecek dönemlere ait giderler ve gelir tahakkukları bulunmaktadır.
- Gelecek dönemlere ait giderler ve gelir tahakkukları içerisinde 2021 yılında bir sefere mahsus yatırımlar ile ilgili peşin ödenen avanslar bulunmakta olup 2022 yılının son çeyreğinde ilgili yatırımların tamamlanması beklenmektedir.
- 2021 yılında sabit kıymetlerde 7326 Sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun uyarınca yapılmış olan değerlendirme işlemi sonucu ertelenmiş vergi varlığı oluşmuştur.
- 2021 yılında MTK'nın operasyonel kiralama işlemleri kapsamında ofis araç ve forklift kiralamaları bulunmaktadır. Bu bakiyeler bilançoda TFRS 16 kapsamında kullanım hakkı varlığı ve kiralama işlemlerinden borçlar olarak gösterilmektedir.
- Diğer yükümlülükler bakiyesi içerisinde çalışanlara sağlanan faydalar ile ödenecek vergi ve fonlar bulunmaktadır.
- Diğer uzun vadeli yükümlülükler bakiyesi kıdem tazminatı karşılığından oluşmaktadır.

## Mondi Tire Kutsan Geçmiş Finansal Performans

## Mondi Tire Kutsan – Gelir Tablosu

'000 TL	2019G	2020G	2021G
Net Satışlar	1.086.834	1.260.388	2.697.402
Büyüme %	(%7,5)	%16,0	%114,0
Satılan Malın Maliyeti	(783.518)	(885.484)	(1.804.959)
Brüt Kar	303.315	374.903	892.443
Brüt Marj %	%27,9	%29,7	%33,1
Faaliyet Giderleri	(207.029)	(254.766)	(456.479)
Satışlara Oranı %	%19,0	%20,2	%16,9
FAVÖK	96.287	120.137	435.963
FAVÖK Marjı %	%8,9	%9,5	%16,2
FAVÖK Düzeltmeleri	(3.995)	(5.469)	19.391
Düzeltilmiş FAVÖK	92.292	114.668	455.354
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %	%8,5	%9,1	%16,9
Amortisman	(28.383)	(33.076)	(37.208)
Düzeltilmiş FVÖK	63.909	81.593	418.146
Düzeltilmiş FVÖK Marjı %	%5,9	%6,5	%15,5
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler)	(6.237)	(2.614)	5.558
Finansman Gelirleri/(Giderleri)	(71.150)	(15.969)	(23.576)
Diğer Gelir/(Gider)	-	-	(29.391)
Vergi Öncesi Kar	(13.479)	63.009	370.738
Dönem Vergi Yükümlülüğü	-	-	(94.333)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	(2.666)	1.136	62.034
<b>Dönem Net Karı/(Zararı)</b>	<b>(16.145)</b>	<b>64.145</b>	<b>338.438</b>
Net Kar Marjı %	(%1,5)	%5,1	%12,5

Kaynak: Müşteri Yönetimi

Yukarıda yer alan Mondi Tire Kutsan Gelir Tablosu yönetim raporlaması formatında sunulmaktadır.

Mondi Tire Kutsan'ın TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanan ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli gelir tabloları solda yer alan tabloda sunulmuştur.

- Mondi Tire Kutsan'ın ürünlerine olan artan talep ve ana hammadde olan kağıt fiyatlarında yaşanan EUR bazında artışlar ve TL devalüasyonu sonucu satış fiyatlarındaki artış ile birlikte, 2021 yılında geçmiş yıllara oranla gelirlerinde büyük bir artış yaşandığı gözlenmektedir.
- Kağıt fiyatları ve diğer üretim maliyetlerindeki artışa paralel olarak 2021 yılında satılan malın maliyeti artmıştır. Maliyetlerin satış fiyatına yansıtılabilmesi neticesinde brüt karlılıklarda kısmi bir artış gerçekleşmiştir.
- Mondi Tire Kutsan'ın faaliyet giderlerinde yer alan en büyük kalemler personel gideri ve Mondi merkez giderleridir. Diğer giderler içerisinde ise operasyonel kur farkı giderleri, şüpheli alacak giderleri ve operasyonların devamlılığını sağlamak amacıyla şirket dışından alınmakta olan hizmetler yer almaktadır. 2021 yılında operasyonel giderlerinin önemli kısmının enflasyonla orantılı olarak artan sabit giderler olması sebebiyle ilgili giderlerin satışlara oranında iyileşme yaşandığı gözlemlenmektedir.
- MTK'nın 2019-2021 yılları arası FAVÖK düzeltmesi, TFRS 16 ile ilgili düzeltmeleri kapsamaktadır. Ayrıca, 2021 yılındaki FAVÖK düzeltmeleri; geçmiş yıllarda kayıtlara giren aktüeryal bir karşılığın düzeltmesine ilişkin bir kereye mahsus gider kaydını ve şüpheli alacak karşılıklarının normalize edilmesine ilişkin düzeltmeleri içermektedir.
- Mondi Tire Kutsan, 2021 yılında talep artışını oluşturan birçok endüstriye hizmet veren ve kendi kağıt ihtiyacının bir kısmını sahip olduğu kağıt fabrikası ile sağlayabilen bir şirkettir. Bu sebeple 2021 yılında limitli arz kaynaklı artan kağıt fiyatlarının satış fiyatlarına yansıtılmasıyla FAVÖK ve FAVÖK marjında diğer yıllar ile karşılaştırıldığında artış yaşanmıştır.

## Mondi Olmuksan

Mondi Olmuksan, 1968 yılından itibaren oluklu mukavva ambalaj sektöründe faaliyet göstermektedir.

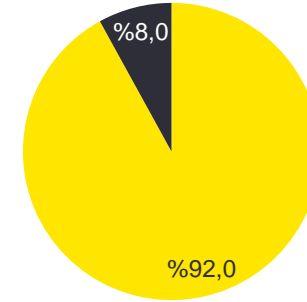
Mondi Olmuksan, 31 Mayıs 2021 tarihi itibarıyla Mondi'nin International Paper'da bulunan Olmuksan hisselerini satın almasıyla Mondi iştiraki olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. 31 Aralık 2021 itibarıyla Mondi Olmuksan'ın hisselerinin %92'si Mondi Corrugated B.V.'ye ait olup %8'i Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Mondi Olmuksan, kurulduğu dönemden bu yana her türlü oluklu mukavva kutu imalatı ve satışını gerçekleştirmektedir. Mondi Olmuksan gıdadan, e-ticarete, yaş meyve sebzedden, ağır gramajlı iş ambalajları ve endüstriyel ambalajlara kadar geniş bir ürün yelpazesi ile oluklu mukavva sektörü müşterilerine hizmet vermektedir.

Mondi Olmuksan'ın %100 ortağı olduğu Doğal Kağıt firmasının faaliyet konusu atık kağıdını yönetmeliklere uygun olarak toplamak ve tesisinde türlerine göre ayrıştırılması ile geri dönüşüme hazırlamaktır. Finansal tabloları konsolide olarak hazırlanmaktadır.

Mondi Olmuksan, 2021 yılında 330 milyon metre kare oluklu mukavva üretimi gerçekleştirmiştir. Mondi Olmuksan'ın (Doğal Kağıt dahil) 2021 yılı itibarıyla ortalama çalışan sayısı 789'dur.

## Ortaklık Yapısı (31 Aralık 2021)



■ Mondi Corrugated B.V.  
■ Halka Açık Kısım

## Mondi Olmuksan – Üretim Tesisleri

### Gebze

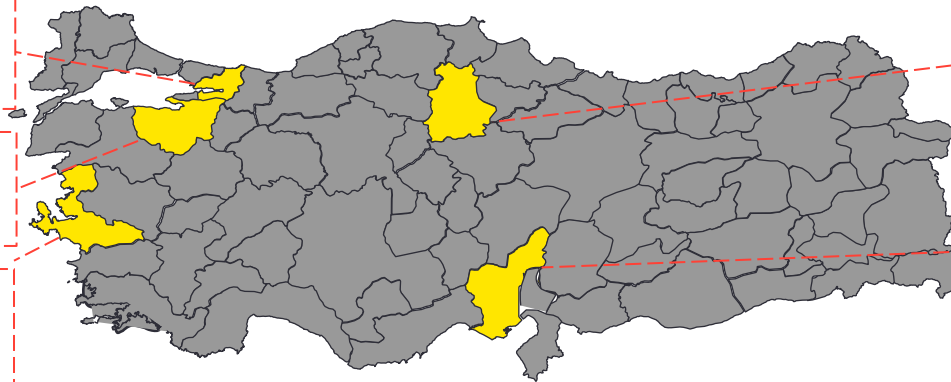
Kutu Fabrikası,  
Çalışan Sayısı: 154

### Bursa

Kutu Fabrikası,  
Çalışan Sayısı: 149

### İzmir

Kutu Fabrikası,  
Çalışan Sayısı: 111



### Çorum

Kutu Fabrikası,  
Çalışan Sayısı: 173

### Adana

Kutu Fabrikası,  
Çalışan Sayısı: 109  
Hurda Toplama Tesisi,  
Çalışan Sayısı: 16

## Mondi Olmuksan – Bilanço

'000 TL	2019G	2020G	2021G
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.533	14.076	41.844
Ticari Alacaklar	1	327.199	478.109
Diğer Alacaklar	38	1.690	3.176
Stoklar	1	149.242	195.974
Diğer Dönen Varlıklar	2	19.760	12.681
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>504.773</b>	<b>702.529</b>	<b>1.474.376</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	22.453	22.453	366
Maddi Duran Varlıklar	213.183	209.471	200.324
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.113	1.410	1.508
Gelecek Dönemlere Ait Giderler ve Gelir Tahakkukları	10.070	277	1.617
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3	26.271	26.953
Kullanım Hakkı Varlığı	4	19.969	14.826
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>293.059</b>	<b>275.391</b>	<b>266.170</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>797.832</b>	<b>977.920</b>	<b>1.740.546</b>
Finansal Yükümlülükler	183.933	128.021	145.506
Ticari Borçlar	1	310.356	386.517
Diğer Yükümlülükler	5	28.131	39.274
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4	7.169	8.821
Finansal Türev Araçları	5.546	-	32.793
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>535.134</b>	<b>562.633</b>	<b>1.099.428</b>
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	4	12.829	10.436
Uzun Vadeli Karşılıklar	6	18.056	24.358
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	5.673	5.448	-
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>36.558</b>	<b>40.242</b>	<b>46.742</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>571.692</b>	<b>602.875</b>	<b>1.146.170</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>226.140</b>	<b>375.045</b>	<b>594.376</b>
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	<b>797.832</b>	<b>977.920</b>	<b>1.740.546</b>

Kaynak: Müşteri Yönetimi

Mondi Olmuksan'ın TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanan ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli konsolide bilançoları solda yer alan tabloda sunulmuştur.

- Mondi Olmuksan'ın 2019-2021 yılları arası ortalama ticari alacak, ticari borç ve stok günleri sırasıyla 114, 129 ve 65'tir. Hammadde fiyatlarında yaşanan artışlar ve TL devalüasyonu sebebiyle satışların ve satılan malın maliyetinin arttığı, dolayısıyla 2021 yıl sonunda ticari alacakların, ticari borçların ve stokların TL bakiyelerinde artış yaşandığı görülmektedir.
- Mondi Olmuksan'ın diğer dönen varlıklar bakiyesi içerisinde devreden KDV, peşin ödenen vergiler, personel avansları, gelecek dönemlere ait giderler ve gelir tahakkukları bulunmaktadır.
- 2021 yılında sabit kıymetlerde 7326 Sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun uyarınca yapılmış olan değerlendirme işlemi sonucu ertelenmiş vergi varlığı oluşmuştur.
- 2021 yılında Mondi Olmuksan'ın operasyonel kiralama işlemleri kapsamında makine, ekipman ve araç kiralamaları bulunmaktadır. Bu bakiyeler bilançoda TFRS 16 kapsamında kullanım hakkı varlığı ve kiralama işlemlerinden borçlar olarak gösterilmektedir.
- Diğer yükümlülükler, çalışanlara ödenecek izin ve prim karşılıkları ve dönem karı vergi yükümlülüğünü içermektedir.
- Uzun vadeli karşılıklar bakiyesi kıdem tazminatı karşılığından oluşmaktadır.

## Mondi Olmuksan – Gelir Tablosu

'000 TL		2019G	2020G	2021G
Net Satışlar	1	1.029.033	1.240.247	2.358.654
Büyüme %		(%11,6)	%20,5	%90,2
Satılan Malın Maliyeti	2	(843.859)	(958.686)	(1.801.398)
Brüt Kar		185.174	281.561	557.256
Brüt Marj %		%18,0	%22,7	%23,6
Faaliyet Giderleri	3	(252.242)	(259.709)	(307.049)
Satışlara Oranı %		%24,5	%20,9	%13,0
FAVÖK		(67.068)	21.852	250.208
FAVÖK Marjı %		(%6,5)	%1,8	%10,6
FAVÖK Düzeltmeleri	4	(5.539)	(7.277)	(13.709)
Düzeltilmiş FAVÖK	5	(72.607)	14.576	236.499
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %	5	(%7,1)	%1,2	%10,0
Amortisman		(14.216)	(18.568)	(18.487)
Düzeltilmiş FVÖK		(86.823)	(3.992)	218.012
Düzeltilmiş FVÖK Marjı %		(%8,4)	(%0,3)	%9,2
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler)		314	1.980	6.284
Finansman Gelirleri/(Giderleri)		(29.219)	(11.029)	(14.689)
Diğer Gelir/(Gider)		-	-	6.327
Vergi Öncesi Kar		(115.728)	(13.041)	215.933
Dönem Vergi Yükümlülüğü		-	-	(10.793)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)		23.604	84	27.364
Dönem Net Karı/(Zararı)		(92.124)	(12.957)	232.504
Net Kar Marjı %		(%9,0)	(%1,0)	%9,9

Kaynak: Müşteri Yönetimi

Mondi Olmuksan'ın TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanan ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli konsolide gelir tabloları solda yer alan tabloda sunulmuştur.

1 MOL, Mondi bünyesine katılmasının ardından müşteri portföyündeki müşteri dağılımına yönelik değişime odaklanması sebebiyle hacim olarak büyümese de ana hammadde olan kağıt fiyatlarında yaşanan EUR bazında artışlar ve TL devalüasyonu sonucu satış fiyatlarındaki artış ile birlikte, 2021 yılında geçmiş yıllara oranla gelirlerinde büyük bir artış yaşandığı gözlenmektedir.

2 Kağıt fiyatları ve diğer üretim maliyetlerindeki artışa paralel olarak 2021 yılında satılan malın maliyeti artmıştır. Maliyetlerin satış fiyatına yansıtılabilmesi neticesinde brüt karlılıklarda kısmi bir artış gerçekleşmiştir.

3 Mondi Olmuksan'ın faaliyet giderlerinde yer alan en büyük kalemler personel gideri ve Mondi merkez giderleridir. Diğer giderler içerisinde ise operasyonel kur farkı giderleri, şüpheli alacak giderleri ve operasyonların devamlılığını sağlamak amacıyla şirket dışından alınmakta olan hizmetler yer almaktadır. 2021 yılında operasyonel giderlerinin önemli kısmının enflasyonla orantılı olarak artan sabit giderler olması ve karlılık odaklı stratejilere geçilmesi sebebiyle ilgili giderlerin satışlara oranında iyileşme yaşandığı gözlemlenmektedir.

4 MOL'un 2021 yılı FAVÖK düzeltmesi, TFRS 16 düzeltmesi, bir sefere mahsus olarak değerlendirilen entegrasyon giderleri ve anti-damping ile ilgili düzeltmeyi içermektedir.

5 2019 ve 2020 yıllarında önceki yıllardaki yüksek maliyetli kağıt stokları sebebiyle marjların düşük olduğu görülmektedir. 31 Mayıs 2021 itibarıyla Mondi Olmuksan, Mondi bünyesine katılmıştır. Mondi'nin kâr odaklı bir yönetim anlayışına bağlı olarak müşteri dağılımında yapılan değişim ve temelde EUR bazlı hammadde artışlarının satış fiyatlarına yansıtılmasıyla birlikte marjların önemli ölçüde artış gösterdiği görülmektedir.

Yukarıda yer alan Mondi Olmuksan Gelir Tablosu yönetim raporlaması formatında sunulmaktadır.

# 3 Değerleme Yöntemleri



## Genel Bilgi

---

Rapor'un ilerleyen sayfalarında sunulduğu üzere SPK'nın Seri:II No:23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği"ne istinaden dört farklı değerlendirme yöntemi dikkate alınmış ve ilgili yöntemlere farklı ağırlıklar verilmiştir. Kullanılan yöntemler aşağıda belirtilen esaslar dikkate alınarak belirlenmiştir.

Belirlenmiş olan yöntemler ışığında değerlendirme danışmanlık çalışması Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olarak hazırlanmıştır.

**İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi:** Gelir yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi projeksiyon dönemi boyunca faaliyetlerini aktif olarak sürdüren, operasyonlarından nakit elde edebilen, projeksiyon dönemi ötesinde de faaliyetlerini sürdürmesi öngörülen ve iş planları belirli öngörülebilirlik ve tahmin edilebilir olgunlukta olan Şirketler'in değerlemelerinde kullanılmıştır.

**Piyasa Değeri:** Çalışmamız kapsamında bulunan Şirketler Borsa İstanbul'da aktif olarak işlem gördüğü için değerlendirme çalışmasında Şirketler'in piyasa değerleri kullanılmıştır. Çalışma çerçevesinde, ağırlıklı ortalama fiyatlar üzerinden Borsa İstanbul'da oluşmuş borsa değerleri dikkate alınmıştır. Dikkate alınan dönemsel borsa değerlerine ilişkin analizler Ekler Bölümü'nde sunulmuştur.

**Benzer Şirketler Çarpanı:** Şirket değerlemelerinde uygulanabilir olan durumlarda, Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirketler Yöntemi değerlendirme yöntemlerinden biri olarak göz önünde bulundurulmuştur. Uygulanabilirlik değerlendirmesi, tespit edilen benzer şirketlerin operasyonel, finansal, ölçek ve coğrafi pazar konumlanması kriterleri esas alınmıştır. Tüm bunlara ek olarak ülke ve pazar regülasyonlarının operasyonel ve finansal sonuçları etkileyebilecek ölçüde farklılaşmaması karar mekanizmasında önemli bir kriter olarak göz önünde bulundurulmuştur. Benzer Şirketler çarpanı olarak tüm şirketler için "Şirket Değeri/FAVÖK" oranı dikkate alınmıştır.

**Benzer İşlemler Yöntemi:** Benzer İşlemler Yöntemi'ne göre; değerlemesi yapılan şirket ile aynı sektör ve benzer büyüklükteki firmaların yer aldığı, resmi olarak açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerinin ortalama ya da medyan çarpanları hesaplanmaktadır. Çalışmamızda yer alan MOL'e ilişkin yakın zamanlı bir işlem olması ve Şirketler'in faaliyet gösterdiği sektörde halka açık benzer işlemlerin yer alması sebebiyle ilgili yöntem çalışmada dikkate alınmıştır. Yakın zamanlı işlem olan MOL için 31 Aralık 2021 itibarıyla hisse değerini yansıtmaya yönelik düzeltilmiş işlem değeri dikkate alınırken MTK için benzer işlemler çarpanı dikkate alınmıştır. Benzer İşlemler çarpanı olarak "Şirket Değeri/FAVÖK" oranı dikkate alınmıştır. Kullanılan benzer işlemler ve ilgili değerlendirme çarpanları Ekler bölümünde sunulmaktadır.

## İndirgenmiş Nakit Akışları (“İNA”) Yöntemi

---

İNA yöntemi bir işletmenin özsermayesinin değerini, işletmenin tahmini toplam değerinden faaliyetlerini finanse etmek amacıyla kullanılan borçların piyasa değerini çıkarmak yoluyla tahmin eder.

$$\text{Toplam hisse değeri} = \text{İşletmenin değeri} - \text{Borçların piyasa değeri}$$

İşletmenin toplam değeri aşağıdaki temel unsurlardan oluşur:

Tahmin yapılan döneme ait şirket faaliyetlerinden sağlanan nakit akışlarının bugünkü değeri ile faaliyetler için zorunlu olmayan diğer aktiflerin ve menkul kıymetlerin değeri toplamı.

Tahmin yapılan dönem sonrasında faaliyetler ile ilişkilendirilebilen işin bugünkü değerini ifade eden tahmini bir “devam eden değer”.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışı, faaliyetler ile ilgili nakit girişleri ile ödenecek nakit vergiler için tahsis edilmiş nakit çıkışları arasındaki farka eşittir. Nakit çıkışları, şirket stratejilerini desteklemek için gerekli olan işletme sermayesini ve sabit kıymet yatırımlarını da içermelidir. Vergi sonrası net nakit akışı, borçları ve hissedarlara kar paylarını ödemek (veya gelecekte işletmenin faaliyetlerine tekrar yatırım yapmak) için mevcut olan nakit değerleri ifade eder.

Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

Gelecekteki nakit akışları sabit hızla büyüyen bir daimi gelir (sonsuz kadar her sene aynı hızda artarak devam eden nakit akışları) olarak değerlendirilebilir. Böyle bir daimi gelirin değeri (yani, işletmenin projeksiyonu yapılan dönem sonundaki değeri), sonsuz kadar süreceği beklenen yıllık nakit akışının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine bölünmesi suretiyle hesaplanır:

$$\text{Devam eden değer} = \frac{\text{Sonsuz devam etmesi beklenen nakit akışları}}{\text{Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti} - \text{Projeksiyon dönemi sonrası büyüme oranı}}$$

Bu şekilde hesaplanan devam eden değer, normal yöntemle bugünkü değere indirgenir.

## Kısaltmalar

$k_e$	Özsermaye Maliyeti
$r_f$	Risksiz Getiri Oranı
$\beta$	Beta
$P_m$	Piyasa Risk Primi
$k_d$	Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti
$E$	Sermaye
$D$	Borç
$R_d$	Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti
$CSRP$	Şirkete Özgü Risk Primi

## İskonto Oranı

### İskonto Oranı

İskonto oranı, belirli bir iş ya da projeye yapılan yatırımdan beklenen getiriye ifade etmektedir. Bu oran, riskten arındırılmış bir yatırımdan beklenen normal getiriye ek olarak yatırımcıların beklediği risk primi de hesaba katılarak, bir iş ya da projenin gelecekteki nakit akışlarına uygulanır. İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ("AOSM") dayandırılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, hissedarların elde etmeyi bekledikleri özsermaye getiri oranı ile tipik borçlanma maliyeti olan şirkete borç verenlerin elde ettikleri getirinin bileşik getirisidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$AOSM = \frac{E}{E + D} * k_e + \frac{D}{E + D} * k_d$$

Özsermaye hesaplamasında kullanılan Beta katsayısı bulunurken halka açık emsal şirketler grubuna ait ortalama finansal borçlardan arındırılmış (kaldıraçsız) Beta katsayısı esas alınmıştır. Özsermaye maliyeti aşağıdaki değişkenlerin kullanıldığı Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli'ne dayandırılmıştır:

$$k_e = r_f + (\beta * P_m) + CSRP$$

### Risksiz Getiri Oranı (Rf)

Risksiz getiri oranı olarak uzun vadeli Türkiye Cumhuriyeti Devlet Tahvili'nin, 31 Aralık 2021 tarihi son gün olmak üzere son 6 aylık Vadeye Kadar Getiri ("VKG") oranının ortalaması olan %18,3 oranı dikkate alınmıştır. (Kaynak: Capital IQ)

### Piyasa Risk Primi (Pm)

Piyasa risk primi (risk fiyatı), piyasa portföyünün (yatırım endeksi) beklenen getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı gösteren değerdir ve %6,5 olarak alınmıştır.

## Kısaltmalar

$k_e$	Özsermaye Maliyeti
$r_f$	Risksiz Getiri Oranı
$\beta$	Beta
$P_m$	Piyasa Risk Primi
$k_d$	Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti
$E$	Sermaye
$D$	Borç
$R_d$	Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti
$CSRP$	Şirkete Özgü Risk Primi

## İskonto Oranı

### Beta

Beta çarpanı, herhangi bir şirketin ilave getirilerinin (risksiz getirilerin üzerindeki getiriler) bazı piyasa getirilerinin üzerindeki toplam ilave getirilere ( $R_f$  üzerindeki yatırım endeksi) olan duyarlılığını göstermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası teorisine göre riskin iki bileşeninden biri olan piyasa riskinin (sistemik risk) ölçütlerinden biridir. Birin üzerindeki beta çarpanları piyasa ortalamasından daha yüksek bir dalgalanmaya işaret eder. Çalışmamızda, iskonto oranı hesaplamasında emsal şirketlerden oluşturulan grubun betası kullanılmıştır ve 0,75 olarak dikkate alınmıştır. İskonto oranı hesaplaması ve emsal şirketlerin detayları Rapor'un Ekler bölümünde sunulmuştur.

### Borçlanma Maliyeti Hesaplaması

Borçlanma maliyetinin vergi açısından bir avantajı bulunmakla beraber, aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$k_d = R_d * (1 - \text{vergi oranı})$$

Vergi sonrası borçlanma maliyeti hesaplanırken Şirketler için hesaplanmış olan efektif vergi oranları dikkate alınmıştır.

### Şirkete Özgü Risk Primi

Güncel sektör verileri kağıt fiyatlarının önemli ölçüde dalgalandığı göstermektedir. Özellikle 2021 yılında kağıt fiyatlarında önemli ölçüde artışlar yaşanmış olup 2022 yılında da bu artışların devam edeceği ve projeksiyon döneminde EUR seviyesinde kağıt fiyatlarının sabit gerçekleşeceği varsayılmıştır. Şirkete özgü risk primi, kağıt maliyetlerindeki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri yansıtmak üzere her iki şirket için %1 olarak kabul edilmiştir. Ayrıca, Mondi Olmuksan projeksiyon döneminde bir seri kapasite artış ve modernizasyon yatırımı planlamaktadır. Değerleme çalışmasında ilgili büyük yatırımlara ilişkin riskleri yansıtmak amacıyla Mondi Olmuksan'a %1 ek risk primi tahsis edilmiştir. Ek risk primi belirlenirken, temel olarak, yatırım başlangıç süresi ve yatırım maliyetlerine yapılan duyarlılıklar dikkate alınmıştır.

Piyasa Yaklaşımı'na göre bir şirketin değeri, operasyonel ve finansal anlamda kendisi ile benzer firmaların performansı ve hisse değeri verilerinden yola çıkılarak belirlenir.

Piyasa Yaklaşımı'nda, en çok kullanılan iki yöntem, Benzer Şirket (halka açık şirketlerin verileri baz alınarak) ve Benzer İşlemler (yakın dönemde gerçekleşen birleşme/satın alma işlemleri baz alınarak) yöntemleridir. Bu yöntemler, ilgili şirketin değerini; benzer işlemlerde ortaya çıkan değerlendirme çarpanlarını ve sektördeki halka açık benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını esas alarak belirlemektedir.

Bu yöntemlerin uygulanması sırasında aşağıdaki çalışmalar gerçekleştirilmektedir:

- > Şirketler'in faaliyet gösterdiği ilgili sektörde kabul gören oranların detaylı incelenmesi ve analizi (karşılaştırılabilir şirketler ve/veya karşılaştırılabilir işlemler);
- > Halka açık işlem gören karşılaştırılabilir şirketler ve karşılaştırılabilir işlemlerle ilgili bilgilerin toplanması ve analizi;
- > İş planlarına ve ilgili sektöre göre uygun görülen karşılaştırılabilir şirketlerin çarpanlarının değerlendirme için seçilmesi (Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan değerlemesi çerçevesinde Şirketler'in faaliyet yapısı ile uyumlu olacak şekilde Şirket Değeri/FAVÖK çarpanları tercih edilmiştir)
- > Belirlenen karşılaştırılabilir şirketlerin ve/veya işlemlerin değerlendirme tarihi itibarıyla çarpanlarının hesaplanması;
- > İlgili değerlendirme çarpanlarının değerlemeye konu Şirketler'in finansal tablolarına uygulanması.

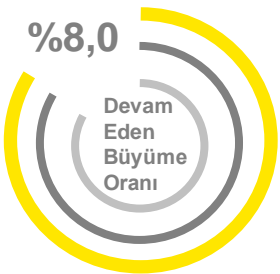
# 4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Değerleme Sonuçları

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

4,0 milyar TL

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla



## Devam Eden Değer

**Büyüme Oranı:** Uzun vadeli Türkiye enflasyon beklentisi ile paralel olarak %8,0 olacağı varsayılmıştır.

**FAVÖK Marjı:** Projeksiyon döneminde, kağıt maliyetlerinde yaşanması beklenen artışlar, kağıt fabrikası için olası bütün iyileştirmelerin yapılmış olması ve verimliliği daha fazla iyileştirme imkanı kalmaması sebebiyle MTK'nın düzeltilmiş FAVÖK seviyesinin sektör normallerine gelmesi ve devam eden düzeltilmiş FAVÖK marjının %13,6 seviyelerinde olması beklenmektedir.

**Yatırım Harcamaları ve Amortisman:** Mondi Tire Kutsan, Mondi standartları çerçevesinde geçmiş yıllarda büyüme ve iyileştirme yatırımları gerçekleştirmiştir. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda 2027 yılı yatırım harcamaları/satışlar oranı korunarak devam eden değer yatırım harcamaları tespit edilmiştir. Ayrıca, MTK'nın devam eden amortisman tutarı için iş planlarının bitiş tarihi olan 2027 ve sonrası için 10 yıl projekte edilerek ortalaması kullanılmıştır.

**Vergi Oranı:** Şirket'in, uzun vadede yatırımlardan kaynaklı vergi teşviklerinin son bulacağı öngörüsü ile %20,0 efektif vergiye tabi olacağı varsayılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Sonuçları – Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2022T	2023T	2024T	2025F	2026F	2027T	Devam Eden Değer
Net Satışlar	6.095.200	7.405.905	8.572.028	9.455.954	10.497.624	11.597.352	12.525.140
<i>Büyüme %</i>	<i>%126,0</i>	<i>%21,5</i>	<i>%15,7</i>	<i>%10,3</i>	<i>%11,0</i>	<i>%10,5</i>	<i>%8,0</i>
Düzeltilmiş FAVÖK	1.144.092	1.271.923	1.331.773	1.369.550	1.464.173	1.573.416	1.699.289
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %</i>	<i>%18,8</i>	<i>%17,2</i>	<i>%15,5</i>	<i>%14,5</i>	<i>%13,9</i>	<i>%13,6</i>	<i>%13,6</i>
Düzeltilmiş FVÖK	1.041.769	1.175.271	1.226.760	1.252.369	1.343.701	1.444.039	1.552.896
<i>Düzeltilmiş FVÖK Marjı %</i>	<i>%17,1</i>	<i>%15,9</i>	<i>%14,3</i>	<i>%13,2</i>	<i>%12,8</i>	<i>%12,5</i>	<i>%12,4</i>
Vergi	(205.782)	(232.124)	(242.231)	(247.188)	(265.224)	(284.862)	(310.579)
<i>Vergi Oranı %(**)</i>	<i>%19,8</i>	<i>%19,8</i>	<i>%19,7</i>	<i>%19,7</i>	<i>%19,7</i>	<i>%19,7</i>	<i>%20,0</i>
Amortisman	102.323	96.652	105.013	117.181	120.472	129.377	146.393
<b>Brüt Nakit Akışı</b>	<b>938.310</b>	<b>1.039.800</b>	<b>1.089.542</b>	<b>1.122.362</b>	<b>1.198.948</b>	<b>1.288.554</b>	<b>1.388.710</b>
Yatırım Harcamaları	(197.339)	(96.554)	(114.237)	(126.630)	(136.582)	(151.305)	(163.409)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(559.506)	(224.599)	(146.365)	(132.828)	(160.988)	(173.495)	(159.094)
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>181.464</b>	<b>718.646</b>	<b>828.941</b>	<b>862.904</b>	<b>901.379</b>	<b>963.753</b>	<b>1.066.207</b>
Yıl	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	5,50
AOSM	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7	%23,7
Kümülatif İskonto Oranı	0,90	0,73	0,59	0,48	0,38	0,31	0,31
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>163.157</b>	<b>522.348</b>	<b>487.079</b>	<b>409.891</b>	<b>346.134</b>	<b>299.180</b>	

Nihai Değer 6.791.127

İndirgenmiş Nakit Akışı Toplamı 2.227.789

İndirgenmiş Nihai Değer 2.108.184

**Şirket Değeri 4.335.973**

Nakit ve Nakit Benzerleri 39.754

Net Finansal Türev Araçları (58.573)

Yatırım Amaçlı Gayrimenkul\* 18.980

Financial Borç (341.000)

**Net Borç (340.839)****Hisse Değeri 3.995.134**

Kaynak: EY Analizi

(\*) MTK'nın yatırım amaçlı gayrimenkul tutarı için TSKB'nin İzmir'de bulunan arazi ile ilgili hazırlanmış olduğu 31 Aralık 2021 değerlendirme tarihli rapor kullanılmıştır.

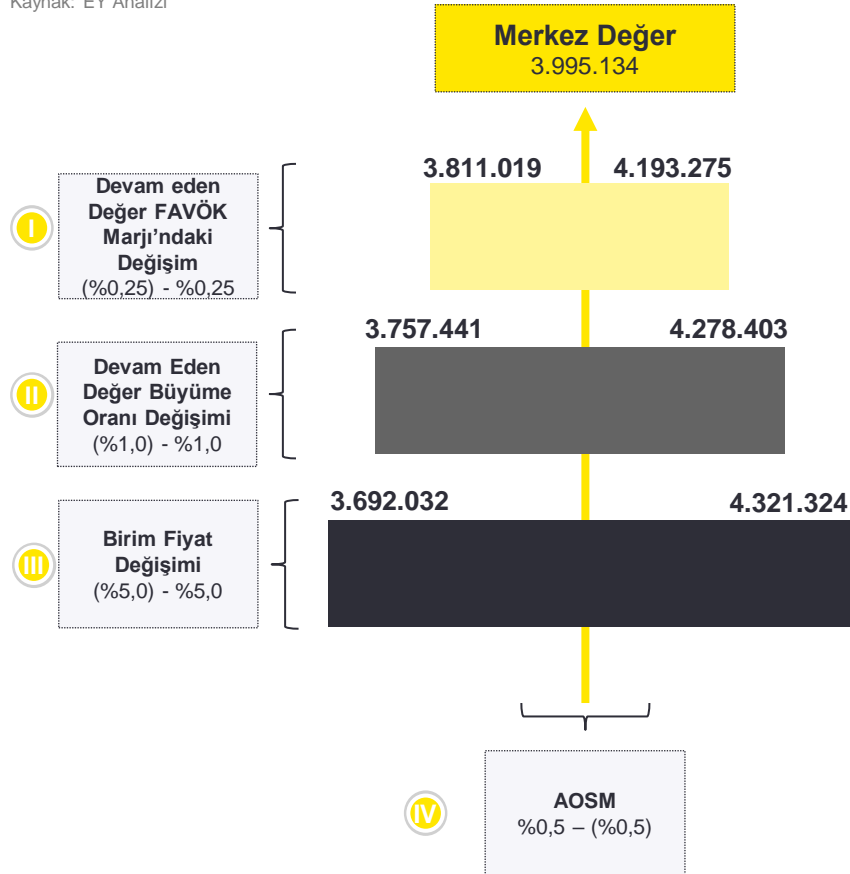
(\*\*) MTK'nın yatırım teşvikleri doğrultusunda hesaplanan efektif vergi oranı kullanılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Değerleme Sonuçları

## Duyarlılık Analizi Sonuçları – Mondi Tire Kutsan

Kaynak: EY Analizi

'000 TL



## Duyarlılık Analizleri

Değerlemede önemli etkiye sahip olan AOSM, devam eden değer FAVÖK Marjı, devam eden değer büyüme oranı ve birim fiyat değişim parametrelerine duyarlılık analizleri yapılmıştır.

## Devam Eden Değer FAVÖK Marjı'ndaki Değişim

Mondi Tire Kutsan Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, şirketin karlılık göstergesi olan devam eden değer FAVÖK marjı üzerine duyarlılık analizi yapılmıştır.

## Devam Eden Değer Büyüme Oranı Değişimi

Devam eden değer büyüme oranı, Türkiye uzun vadeli enflasyon beklentisi olan %8,0 olarak belirlenmiştir. Devam eden değer kapsamında hesaplanan gelirlerin %1 aşağı ya da yukarı yönlü değişimi üzerine duyarlılık analizi yapılmıştır.

## Birim Fiyat Değişimi

Gelir tahminlerini etkileyen iki ana faktörden biri olan birim fiyat değişimi üzerine duyarlılık analizi gerçekleştirilmiştir.

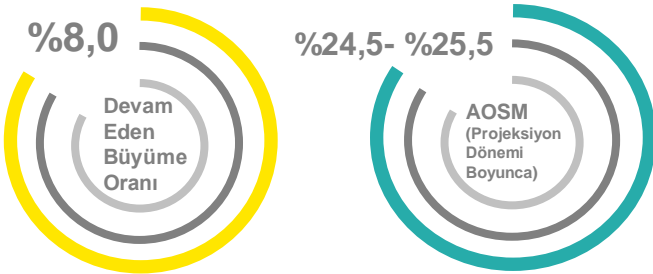


## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Değerleme Sonuçları

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

2,8 milyar TL

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla



## Devam Eden Değer

**Büyüme Oranı:** Uzun vadeli Türkiye enflasyon beklentisi ile paralel olarak %8,0 olacağı varsayılmıştır.

**FAVÖK Marjı:** Mondi Olmuksan Yönetimi, kapasite artış yatırımları, artan satış hacimleri, operasyonlardaki verimlilik artışı ve optimizasyon ile birlikte marjlardaki iyileşmenin sağlanacağını öngörmektedir. Bu doğrultuda düzeltilmiş FAVÖK marjının devam eden dönemde MOL'ün sektör normallerine ulaştığı 2027 yılı ile benzer şekilde %11,9 seviyelerinde olacağı öngörülmektedir.

**Yatırım Harcamaları ve Amortisman:** MOL Yönetimi, Mondi bünyesine geçmesini takiben modernizasyon ve kapasite artış yatırımları planlamaktadır. Bu durum göz önünde bulundurulduğunda idame yatırımları içeren 2027 yılı yatırım harcamaları/satışlar oranı korunarak devam eden değer yatırım harcamaları tespit edilmiştir. Ayrıca, MOL'ün devam eden değer amortisman tutarı için iş planlarının bitiş tarihi olan 2027 ve sonrası için 10 yıl projekte edilerek ortalaması kullanılmıştır.

**Vergi Oranı:** Şirket'in, uzun vadede yatırımlardan ve sermaye artışından kaynaklı vergi teşviklerinin son bulacağı öngörüsü ile %20,0 efektif vergiye tabi olacağı varsayılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Sonuçları – Mondi Olmuksan

'000 TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Devam Eden Değer
Net Satışlar	5.162.730	7.451.023	9.728.275	11.271.842	12.842.785	14.453.728	15.610.026
<i>Büyüme %</i>	%118,9	%44,3	%30,6	%15,9	%13,9	%12,5	%8,0
Düzeltilmiş FAVÖK	529.024	781.379	1.089.811	1.289.713	1.497.906	1.717.957	1.855.394
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %</i>	%10,2	%10,5	%11,2	%11,4	%11,7	%11,9	%11,9
Düzeltilmiş FVÖK	487.182	716.570	979.584	1.163.906	1.361.119	1.570.085	1.723.745
<i>Düzeltilmiş FVÖK Marjı %</i>	%9,4	%9,6	%10,1	%10,3	%10,6	%10,9	%11,0
Vergi	(24.975)	-	-	(162.433)	(246.717)	(286.797)	(344.749)
<i>Vergi Oranı % (**)</i>	%5,1	%0,0	%0,0	%14,0	%18,1	%18,3	%20,0
Amortisman	41.842	64.809	110.227	125.806	136.787	147.872	131.649
<b>Brüt Nakit Akışı</b>	<b>504.049</b>	<b>781.379</b>	<b>1.089.811</b>	<b>1.127.279</b>	<b>1.251.189</b>	<b>1.431.160</b>	<b>1.510.645</b>
Yatırım Harcamaları	(278.619)	(669.760)	(231.506)	(91.870)	(99.089)	(106.876)	(115.427)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(499.276)	(404.989)	(389.852)	(296.320)	(294.792)	(307.322)	(214.019)
<b>Serbest Nakit Akışı</b>	<b>(273.845)</b>	<b>(293.370)</b>	<b>468.453</b>	<b>739.090</b>	<b>857.307</b>	<b>1.016.962</b>	<b>1.181.200</b>
Yıl	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	5,50
AOSM	%25,2	%25,5	%25,5	%24,8	%24,6	%24,6	%24,5
Kümülatif İskonto Oranı	0,89	0,71	0,57	0,45	0,36	0,29	0,29
<b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>(244.739)</b>	<b>(208.915)</b>	<b>265.813</b>	<b>336.042</b>	<b>312.834</b>	<b>297.827</b>	

Nihai Değer 7.158.785

İndirgenmiş Nakit Akışı Toplamı	758.862
İndirgenmiş Nihai Değer	2.098.204
<b>Şirket Değeri</b>	<b>2.857.066</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	41.844
Net Finansal Türev Araçları	(32.793)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul*	91.860
Financial Yükümlülükler	(145.506)
<b>Net Borç</b>	<b>(44.595)</b>
<b>Hisse Değeri</b>	<b>2.812.471</b>

Kaynak: EY Analizi

(\*) MOL'ün yatırım amaçlı gayrimenkul tutarı için TSKB'nin Tekirdağ ve Edirne'de bulunan gayrimenkuller ile ilgili hazırlanmış olduğu 31 Aralık 2021 değerlendirme tarihli rapor kullanılmıştır.

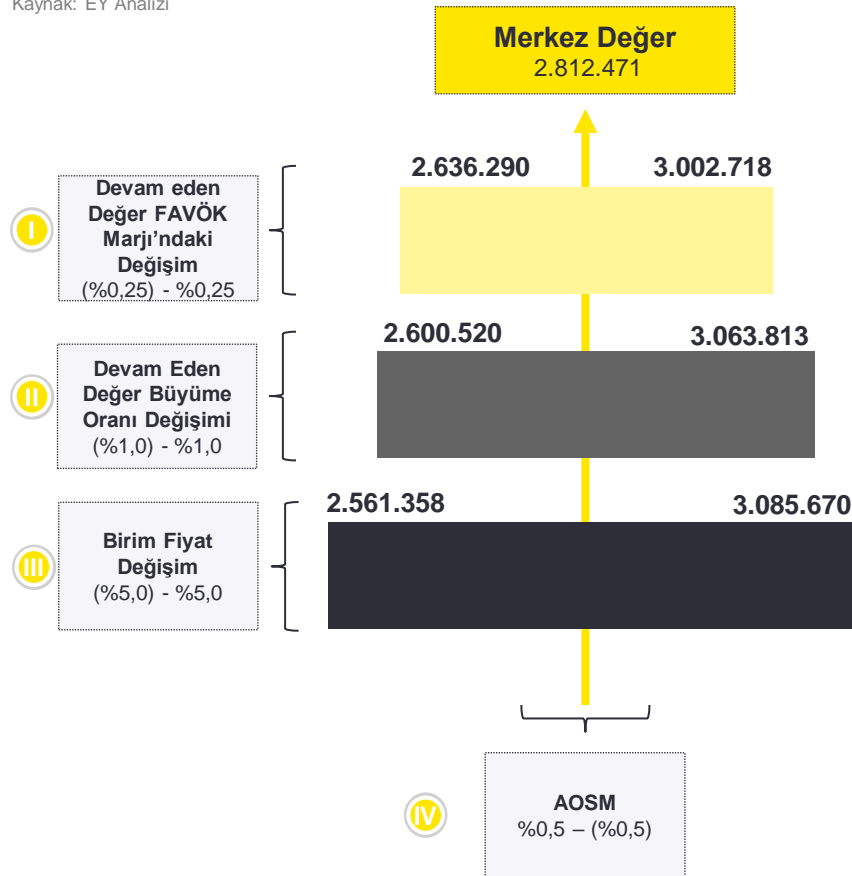
(\*\*) MOL'ün sermaye artışı ve yatırım teşvikleri doğrultusunda hesaplanan efektif vergi oranı kullanılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Değerleme Sonuçları

## Duyarlılık Analizi Sonuçları – Mondi Olmuksan

Kaynak: EY Analizi

\*000 TL



## Duyarlılık Analizleri

Değerlemede önemli etkiye sahip olan AOSM, devam eden değer FAVÖK Marjı, devam eden değer büyüme oranı ve birim fiyat değişim parametrelerine duyarlılık analizleri yapılmıştır.

## Devam Eden Değer FAVÖK Marjı'ndaki Değişim

Mondi Olmuksan Yönetimi ile yapılan görüşmelerde, Şirketin karlılık göstergesi olan FAVÖK marjı üzerine duyarlılık analizi yapılmıştır.

## Devam Eden Değer Büyüme Oranı Değişimi

Devam eden değer büyüme oranı, Türkiye uzun vadeli enflasyon beklentisi olan %8,0 olarak belirlenmiştir. Devam eden değer kapsamında hesaplanan gelirlerin %1 aşağı ya da yukarı yönlü değişimi üzerine duyarlılık analizi yapılmıştır.

## Birim Fiyat Değişimi

Gelir tahminlerini etkileyen iki ana faktörden biri olan birim fiyat değişimi üzerine duyarlılık analizi gerçekleştirilmiştir.

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

**1.938m TL**

31 Mart 2022 tarihi itibarıyla 3 aylık ortalama

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

**1.849m TL**

31 Mart 2022 tarihi itibarıyla 3 aylık ortalama

## Mondi Tire Kutsan Halka Açıklık Oranı

**%20,8**

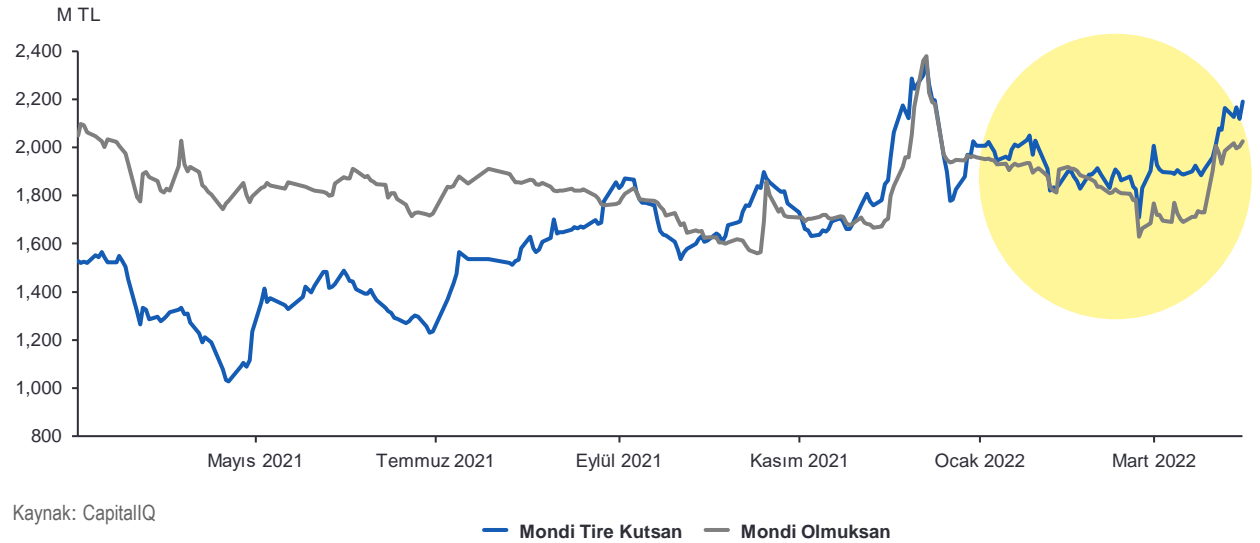
31 Mart 2022 tarihi itibarıyla

## Mondi Olmuksan Halka Açıklık Oranı

**%8,0**

31 Mart 2022 tarihi itibarıyla

## Piyasa Değeri Yöntemi Değerleme Sonuçları



Piyasa değeri yöntemi kapsamında, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın, 31 Mart 2022 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşan günlük hacim ağırlıklı ortalama fiyatların son 3 aydaki ortalaması dikkate alınmıştır. 2021 yılında kağıt ve oluklu mukavva sektöründe yaşanan gelişmeler ile özellikle Aralık 2021 ve sonrasında yaşanan makroekonomik gelişmeler piyasalarda dalgalanmalara neden olmuştur. Aralık 2021 sonrasında BIST endekslerinde ve değerlemeye konu Şirketler'in piyasa fiyatlarındaki değişimin kalıcı olduğu kanaatini getirdiğimizden, çalışmalarımızda 31 Mart 2022 itibarıyla 3 aylık ortalama değerler esas alınmıştır.

Detaylı analizler Ekler Bölümü'nde sayfa 56'da sunulmuştur.

## Benzer Şirketler Yöntemi Değerleme Sonuçları

## FAVÖK Çarpanı

8,8x

2021 çarpanı

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

3.650m TL

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

2.028m TL

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla

## Benzer Şirketler Değerleme Sonuçları

Emsal Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı	Şirket Değeri / FAVÖK 2021	FAVÖK Marjı 2021	Net İşletme Sermayesi / Satışlar 2021 Satışlar (5 Yıl Ort)	Yatırım Harcamaları / 2021 Satışlar (5 Yıl Ort)
Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	Türkiye	%16,7	8,5x	%13,6	%11,4	%4,2
Mondi plc	Birleşik Krallık	%98,6	8,6x	%19,4	%10,8	%9,7
DS Smith Plc	Birleşik Krallık	%97,2	9,3x	%11,4	(%7,7)	%5,6
WestRock Company	ABD	%98,7	7,0x	%15,0	%11,1	%5,9
Smurfit Kappa Group Plc	İrlanda	%99,3	9,8x	%15,2	%5,5	%5,8
Packaging Corporation of America	ABD	%98,5	8,4x	%22,2	%15,7	%6,0
International Paper Company	ABD	%99,6	8,9x	%14,5	%9,0	%6,3
Stora Enso Oyj	Finlandiya	%78,0	9,6x	%16,0	%4,8	%6,7
<b>Medyan</b>		<b>%98,5</b>	<b>8,8x</b>	<b>%15,1</b>	<b>%9,9</b>	<b>%6,0</b>

Kaynak: Capital IQ

Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan piyasa göstergeleri Piyasa Değeri Yöntemi kapsamında dikkate alındığı için Benzer Şirketler Yöntemi kapsamında dikkate alınmamıştır. Kağıt ve oluklu mukavva sektöründe faaliyet gösteren ve Şirketler ile benzer operasyonel ve finansal göstergelere sahip olan halka açık şirketler çalışmada dikkate alınmıştır.

## Mondi Tire Kutsan

'000 TL	
Şirket Değeri / FAVÖK	8,8x
Düzeltilmiş FAVÖK 2021G (*)	455.354
<b>Şirket Değeri</b>	<b>3.990.947</b>
Net Borç	(340.839)
<b>Hisse Değeri</b>	<b>3.650.108</b>

Kaynak: EY Analizi

(\*) FAVÖK düzeltmeleri, TFRS 16 kiralama giderlerini ve bir sefere mahsus kalemleri içermektedir.

## Mondi Olmuksan

'000 TL	
Şirket Değeri / FAVÖK	8,8x
Düzeltilmiş FAVÖK 2021G (*)	236.499
<b>Şirket Değeri</b>	<b>2.072.792</b>
Net Borç	(44.595)
<b>Hisse Değeri</b>	<b>2.028.196</b>

Kaynak: EY Analizi

(\*) FAVÖK düzeltmeleri, TFRS 16 kiralama giderlerini ve bir sefere mahsus kalemleri içermektedir.

## Mondi Olmuksan Hisse Değeri

**2.316m TL**

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla

## Benzer İşlemler Değerleme Sonuçları – Mondi Olmuksan

- Mondi, Mondi Olmuksan'ın %90,38 hissesini 31 Mayıs 2021 ("İşlem Tarihi") tarihinde 66.4 m EUR (692 m TL)'ya satın almıştır. İşlem Tarihi ile Değerleme Tarihi arasında kağıt ve oluklu mukavva sektöründeki piyasa koşulları; ve makroekonomik göstergeler önemli ölçüde değiştiği için Mondi Olmuksan için düzeltilmiş işlem değeri hesaplanmıştır.

## İşlem Çarpanı Hesaplaması

- İşleme yönelik çarpan hesaplanırken Mondi Olmuksan'ın İşlem Tarihi'ne yakın finansal tabloları olan 31 Mart 2021 TFRS konsolide mali tabloları kullanılmıştır. Bu şekilde işleme ait ŞD/FAVÖK çarpanı 10,0x olarak belirlenmiştir.

'000 TL	
%100 Hisse Değeri (*)	765.143
Net Borç (**)	102.114
<b>Şirket Değeri</b>	<b>867.257</b>
FAVÖK (***)	86.881
<b>Şirket Değeri/FAVÖK</b>	<b>10,0x</b>

Kaynak: EY Analizi

(\*) MOL'ün %90,38'i için ödenmiş olan 66,4m EUR, 31 Mayıs 2021 TCMB alış kuru olan 10,4147 kullanılarak TL'ye dönülmüştür ve 100% hisse değeri hesaplanmıştır.

(\*\*) 31 Mart 2021 bilançosundan hesaplanan net borçluluk tutarıdır.

(\*\*\*) 31 Mart 2021 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK çalışmada dikkate alınmıştır.

## Düzeltilmiş İşlem Değeri

- Düzeltilmiş işlem değeri hesaplanırken
- İşleme ait ŞD/FAVÖK çarpanı
  - 2021 Normalize FAVÖK kullanılmıştır.
- 2021 yılı finansal performansı sektörde yaşanan kağıt maliyeti ve birim satış fiyat artışlarını; TL devalüasyonu ve enflasyon etkisi gibi makroekonomik değişimlerin etkisini; ve 2021 yılında Mondi Olmuksan'ın performansında gerçekleşen operasyonel iyileşmelerin etkisini içermektedir ve Değerleme Tarihi itibarıyla MOL'ün yıllık finansal performansını yansıtmaktadır.

'000 TL	
Şirket Değeri / FAVÖK	10,0x
Düzeltilmiş FAVÖK 2021G (*)	236.499
<b>Şirket Değeri</b>	<b>2.360.748</b>
Net Borç	(44.595)
<b>Hisse Değeri</b>	<b>2.316.153</b>

Kaynak: EY Analizi

(\*) FAVÖK düzeltmeleri, TFRS 16 kiralama giderlerini ve bir sefere mahsus kalemleri içermektedir.

## Benzer İşlemler Değerleme Sonuçları

## Mondi Tire Kutsan Hisse Değeri

4.205m TL

31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla

## Benzer İşlemler Değerleme Sonuçları – Mondi Tire Kutsan

Açıklanma Tarihi	Alıcı Şirket	Hedef Şirket	Alınan Pay	Şirket Değeri (m ABD\$)	FAVÖK (m ABD\$)	Şirket Değeri /FAVÖK
28/07/2021	Smurfit Kappa	Chatziioannou Industrial and Commercial S.A.	%100,0	27	3	8,3x
01/05/2021	Mondi	Olmuksan	%90,4	108	11	10,0x
04/06/2018	DS Smith Plc	Papeles y Cartones de Europa SA	%98,8	2.101	204	10,3x
29/01/2018	WestRock Company	KapStone Paper and Packaging Corporation	%100,0	5.036	404	12,5x
23/02/2015	DS Smith Plc	Duropack Group	%100,0	300	41	7,3x
<b>Medyan</b>						<b>10,0x</b>

Kaynak: Capital IQ

- > 2015 yılından sonra kağıt ve oluklu mukavva sektöründe gerçekleşmiş halka açık Benzer İşlemler araştırılarak, Şirketler ile benzer alanlarda faaliyet gösteren, operasyonel ve finansal performans göstergeleriyle uyumlu olan hedef şirketleri içeren işlemlerin ŞD/FAVÖK çarpanları bu değerlendirme yöntemine dahil edilmiştir. Benzer işlemler arasında Sayfa 37'de hesaplama detayı paylaşılmış olan Mondi – Olmuksan işlemi de dahil edilmiştir.

## Mondi Tire Kutsan

'000 TL

Şirket Değeri / FAVÖK	10,0x
Düzeltilmiş FAVÖK 2021G (*)	455.354
<b>Şirket Değeri</b>	<b>4.545.379</b>
Net Borç	(340.839)
<b>Hisse Değeri</b>	<b>4.204.539</b>

Kaynak: EY Analizi

(\*) FAVÖK düzeltmeleri, TFRS 16 kiralama giderlerini ve bir sefere mahsus kalemleri içermektedir.

# 5 Ekler

## General Varsayımlar

Değerleme çalışmasında Şirketler'in Yönetimleri tarafından sağlanan TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli konsolide mali tabloları kullanılmıştır.

Raporda sunulan tutarlar bine veya milyona yuvarlanmıştır. Bundan dolayı sunulan verilerin toplamı veya farkının tutmadığı durumlar çalışmaya baz teşkil eden hesaplamaların yuvarlanmamış olmasından kaynaklanmaktadır.

Değerleme çalışmasında kullanılan ve Şirketler'e ait bağımsız denetimden geçmiş 2019, 2020 ve 2021 yıllarına ait konsolide TFRS mali tabloları tarafımızca incelenmiş; ve incelemelerimiz sonrasında, Şirketler Yönetimleri'nce projeksiyon dönemi ve metodoloji için daha anlamlı bir baz oluşturabilmek amacıyla bazı düzeltmeler yapılmıştır. FAVÖK seviyesinde yapılan düzenlemeler sonrasında ulaşılan normalize FAVÖK tutarları, değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır. Bu düzeltmeler, bir sefere mahsus gelir veya giderlerin düzeltilmesini ve MTK'nın 2021 yılı şüpheli alacak karşılıklarının normalize edilmesine ilişkin düzeltmeyi içermektedir. Şirketler'in mali tablolarında operasyonel olmayan veya finansal nitelikli bakiyeler ayrıştırılmış olup, ilgili düzeltmeler projeksiyon dönemi içerisinde de dikkate alınmamıştır.

Yukarıda bahsedilen genel düzeltmelere ek olarak tüm şirketlerde mevcut olması durumunda TFRS 16 Kiralama Standartlarına ilişkin düzeltme yapılmıştır. 1 Ocak 2019 tarihinde yürürlüğe giren bu standart doğrultusunda belirli kiralama giderleri, bilançoda Kullanım Hakkı Varlığı ve Kiralama Yükümlülüğü olarak dikkate alınmakta olup, Gelir tablosuna finansal gider ve amortisman olarak etki etmektedir. Böylelikle Şirketler'in FAVÖK hesaplamalarında pozitif etki yaratmaktadır. Gelir ve Piyasa Yaklaşımlarında baz alınan FAVÖK hesaplamalarını doğru yansıtabilmek adına TFRS 16 kapsamında değerlendirilen kiralama giderleri operasyonel bir gider olarak değerlendirilip FAVÖK hesaplamasından düşülerek Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmıştır. Benzer şekilde net borçluluk hesaplanırken ilgili varlık ve yükümlülükler dikkate alınmamıştır.

## Projeksiyon Dönemi

Şirketler'in Yönetimleri iş planlarını; Şirketler'in gelecek potansiyelini, yatırımların geri dönüşünü ve karlılıkların Şirketler'in ulaşabileceği normalize seviyeleri yansıtmaya sebebiyle 1 Ocak 2022 ile 31 Aralık 2027 arasındaki 6 yıllık döneme ilişkin olarak hazırlamıştır. Projeksiyon dönemi sonrası için devam eden değer hesaplanmış ve devam eden değer bugünkü değeri şirket değeri hesaplamasında dikkate alınmıştır.

## Projeksiyon Para Birimi ve Vergi

- İş planı ve değerlendirme çalışması için Şirketler'in fonksiyonel para birimi olan TL kullanılmıştır.
- Şirketler, mevcut vergi mevzuatına göre 2023 – 2027 yılları arasında %20 oranında 2022 yılı ise %23 oranında kurumlar vergisine tabidir. Şirketler'in geçmiş yıllara ilişkin kullanılabilir vergi zararı bulunmamaktadır.
- Şirketler'in kapasite ve modernizasyon yatırımlarına ilişkin kurumlar vergisi indirimi sağlayan Yatırım Teşvik Belgesi bulunmaktadır. Ek olarak MOL'ün aynı faaliyet kolunda yeni yatırım planladığı lokasyonlarla ilgili belgeleri alabileceği vergi danışmanları ile yaptıkları görüşmeler doğrultusunda paylaşılmıştır. Mondi Olmuksan'ın Vergi Usul Kanunu uyarınca 16 Mart 2020 tarihinde yapmış olduğu nakdi sermaye artışına istinaden kurumlar vergisi indirimi bulunmaktadır.
- Bu kapsamda Şirketler'in Vergi Usul Kanunu uyarınca vergi teşvikleri gözetilerek hesaplanan vergi ödemeleri tarafımıza sunulmuş olup projeksiyon dönemi boyunca ilgili efektif vergi oranları çalışmada dikkate alınmıştır.

## Makroekonomik Varsayımlar

	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
TL Enflasyonu	%36,1	%43,7	%18,5	%13,4	%9,9	%9,8	%9,8
ABD\$ / TL Kur Oranı	13,12	15,48	17,86	19,74	21,17	22,72	24,38
EUR / TL Kur Oranı	15,18	17,45	20,35	22,69	24,50	26,42	28,50
Reel GSYH Büyüme Oranı	%10,5	%4,0	%3,4	%3,7	%3,2	%3,4	%3,3

Kaynak: Müşteri Yönetimi

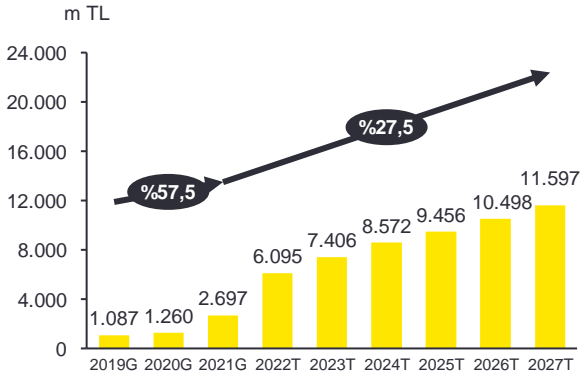


## Ek II. Mondi Tire Kutsan – Gelir Varsayımları

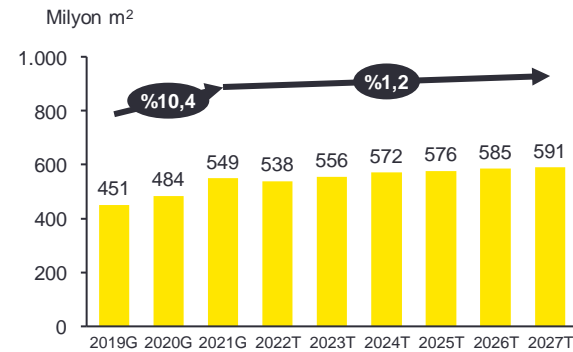
## Gelir Büyüme Oranı

**%27,5**

2021-2027 arası YBBO



Toplam Satışlar



Satış Hacmi

## Gelir Varsayımları – Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ana Ürün Satışları	1.018.778	1.220.245	2.604.222	5.879.267	7.153.972	8.290.878	9.152.350	10.170.052	11.243.919
Büyüme %	(%0,7)	%19,8	%113,4	%125,8	%21,7	%15,9	%10,4	%11,1	%10,6
Standart Kutu Gelirleri	412.257	478.502	1.118.357	2.683.659	3.156.540	3.691.113	4.077.961	4.525.736	4.992.141
Büyüme %	%0,6	%16,1	%133,7	%140,0	%17,6	%16,9	%10,5	%11,0	%10,3
Özel Kesim Kutu Gelirleri	547.192	677.034	1.317.595	2.933.617	3.699.989	4.250.454	4.682.966	5.196.895	5.747.929
Büyüme %	%2,8	%23,7	%94,6	%122,6	%26,1	%14,9	%10,2	%11,0	%10,6
Safıha Gelirleri	59.329	64.710	168.269	261.992	297.443	349.311	391.423	447.421	503.849
Büyüme %	(%29,8)	%9,1	%160,0	%55,7	%13,5	%17,4	%12,1	%14,3	%12,6
Kağıt Gelirleri	68.056	40.143	93.180	215.933	251.933	281.150	303.604	327.572	353.432
Büyüme %	(%54,3)	(%41,0)	%132,1	%131,7	%16,7	%11,6	%8,0	%7,9	%7,9
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>1.086.834</b>	<b>1.260.388</b>	<b>2.697.402</b>	<b>6.095.200</b>	<b>7.405.905</b>	<b>8.572.028</b>	<b>9.455.954</b>	<b>10.497.624</b>	<b>11.597.352</b>
Büyüme %		%16,0	%114,0	%126,0	%21,5	%15,7	%10,3	%11,0	%10,5

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ Mondi Tire Kutsan'ın ürün satış fiyatları hammadde olarak kullanılan kağıt fiyatlarındaki maliyet artışından doğrudan etkilenmektedir. Yurt dışı tedarikçilerden alınan kağıt fiyatları makroekonomik değişimlere bağlı olarak (enflasyon, kur değişimleri, talep vb.) değişkenlik göstermekte ve aylık spot alımlarla belirlenmektedir, yurt içi piyasalardaki kağıt fiyatları TL bazlı belirlenmekte olup yurt dışı fiyatlarından da etkilenmektedir. Burada oluşan fiyat artışları MTK'nin hizmet verdiği e-ticaret, gıda, meyve & sebze, içecek, dayanıklı tüketim, otomotiv, kozmetik & hijyen ve mobilya alanlarındaki müşterileri ile yapmış oldukları anlaşmalar doğrultusunda ilgili artışlar müşterilere yansıtılabilmektedir.
- ▶ MTK'nın 2021 yılında geçmiş yıllara oranla gelirlerinde büyük bir artış yaşandığı görülmektedir. Bu durum, ilgili yılda piyasadaki beklenmedik talep artışı, MTK'nın bu talep artışını oluşturan bir çok endüstriye hizmet veren bir şirket olması sebebiyle artan hacim ve limitli arz kaynaklı artan kağıt fiyatlarının satış fiyatlarına yansıtılması ile açıklanmaktadır. 2022 yılında MTK'nın hacim olarak büyümese de ilk aylardan itibaren artmaya devam eden satış fiyatları ile piyasa oluşacak talebi karşılayarak gelirlerindeki büyümesinin devam etmesi beklenmektedir.
- ▶ 2023-2027 yılları arasında; MTK'nın fabrikalarındaki kapasite kullanım oranının yüksek olması ve arz-talep dengesinin stabilize olacağı öngörüsü ile gelir artışının enflasyon ile orantılı şekilde artacağı beklenmektedir.
- ▶ Diğer gelirler içerisinde MTK'nın Tire'de bulunan kağıt fabrikasında üretimini gerçekleştirdiği ve çoğunluğunu Mondi Olmuksan'a satmakta olduğu hammadde gelirleri yer almaktadır.

## Ek II. Mondi Tire Kutsan – Ana Ürünler Gelir Varsayımları

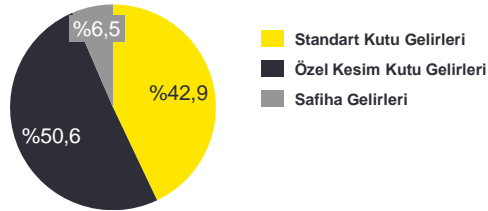
## Ana Ürünler Gelir Büyüme Oranı

**%27,6**

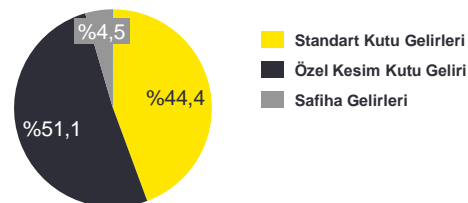
2021-2027 yılları arası YBBO

MTK tam kapasiteye yakın çalışmaktadır. 2022 yılı ve sonrasında gelir artışlarının temelde enflasyon ile orantılı birim fiyat artışı kaynaklı olacağı ve ürün dağılımının benzer olacağı öngörülmektedir.

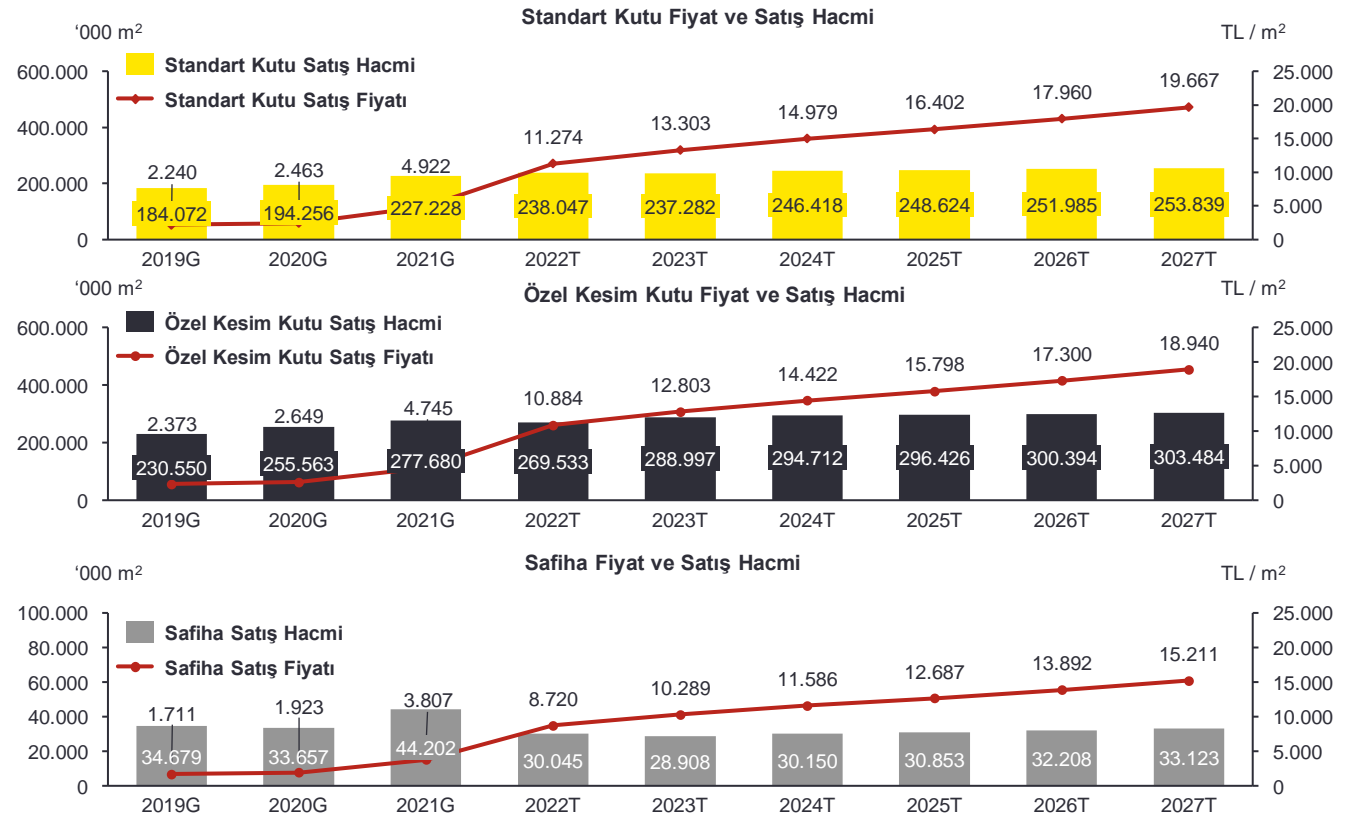
## Ana Ürünler 2021G Gelir Kırılımı



## Ana ürünler 2027T Gelir Kırılımı



## Ana Ürünler Gelir Varsayımları – Mondi Tire Kutsan



# Ek III. Mondi Tire Kutsan – Satılan Malın Maliyeti Varsayımları

## Brüt Kar Marjı

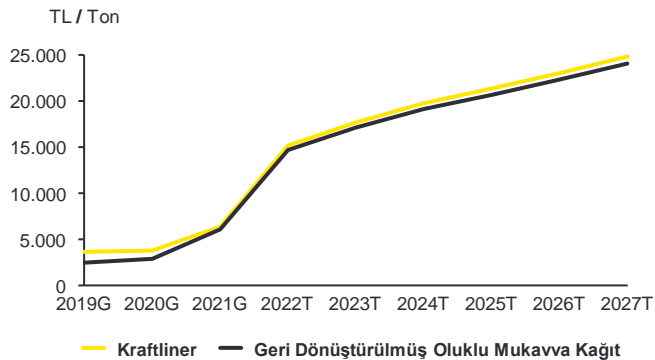
# %26,3

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

## Toplam Kağıt Kullanım Kırılımı



## Birim Kağıt Fiyatları



## Satılan Malın Maliyeti Varsayımları – Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Net Satışlar</b>	1.086.834	1.260.388	2.697.402	6.095.200	7.405.905	8.572.028	9.455.954	10.497.624	11.597.352
<i>Büyüme %</i>	(%7,5)	%16,0	%114,0	%126,0	%21,5	%15,7	%10,3	%11,0	%10,5
<b>Satılan Malın Maliyeti</b>	(783.518)	(885.484)	(1.804.959)	(4.366.700)	(5.361.948)	(6.329.957)	(7.040.465)	(7.861.808)	(8.712.113)
Toplam Kağıt Ürünleri Maliyeti	538.534	623.494	1.435.497	3.416.919	4.156.124	4.840.151	5.350.617	5.968.789	6.599.231
<i>Satışlara Oranı %</i>	%49,6	%49,5	%53,2	%56,1	%56,1	%56,5	%56,6	%56,9	%56,9
Hurda Kağıt Maliyeti	44.538	35.833	66.284	197.394	300.621	455.228	569.036	665.772	765.637
<i>Satışlara Oranı %</i>	%4,1	%2,8	%2,5	%3,2	%4,1	%5,3	%6,0	%6,3	%6,6
Enerji	66.730	67.288	98.896	302.965	365.106	417.576	452.104	495.630	545.648
<i>Satışlara Oranı %</i>	%6,1	%5,3	%3,7	%5,0	%4,9	%4,9	%4,8	%4,7	%4,7
Ulaşım	35.031	39.463	62.166	115.662	139.386	159.417	172.599	189.216	208.311
<i>Satışlara Oranı %</i>	%3,2	%3,1	%2,3	%1,9	%1,9	%1,9	%1,8	%1,8	%1,8
Diğer Maliyetler	98.686	119.406	142.118	333.760	400.712	457.584	496.110	542.402	593.286
<i>Satışlara Oranı %</i>	%9,1	%9,5	%5,3	%5,5	%5,4	%5,3	%5,2	%5,2	%5,1
<b>Brüt Kar</b>	303.315	374.903	892.443	1.728.500	2.043.957	2.242.071	2.415.489	2.635.816	2.885.239
<i>Brüt Kar Marjı %</i>	%27,9	%29,7	%33,1	%28,4	%27,6	%26,2	%25,5	%25,1	%24,9

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ Satılan malın maliyeti temelde kağıt giderlerinden oluşmaktadır. Ürün satış fiyatları hammadde olarak kullanılan ve makroekonomik değişimlere bağlı olarak (enflasyon, kur değişimleri, talep vb.) değişkenlik gösteren ve aylık spot alımlarla belirlenen kağıt fiyatlarındaki maliyet artışından doğrudan etkilenmektedir.
- ▶ MTK'nın kağıt maliyetleri, 2021 yılında piyasadaki limitli arz ve beklenmedik talep artışı sonrası EUR bazlı olarak artış göstermiştir. İlgili yılda TL'nin önemli ölçüde devalüasyonu sonucu TL bazlı birim kağıt maliyeti %100'ün üzerinde artış göstermiştir. İlgili ana hammadde maliyet artışını MTK büyük ölçüde fiyatlara yansıtabilmiştir. 2022 yılında ise birim kağıt maliyetlerinde ilk aylardan başlamak üzere artışlar gözlemlenmiş olup 2023-2027 yılları arasında birim kağıt maliyetlerinin EUR bazında sabit kalacağı öngörülmüştür.
- ▶ MTK'nın sahip olduğu Tire kağıt fabrikasında kağıt üretiminde kullanılan hurda kağıt fiyatlarının; yeni açılması öngörülen rakip fabrikalar, artan talep ve limitli arz kaynaklı önümüzdeki yıllarda artacağı ve 2021 ve 2022 yıllarında kağıt fabrikasında gerçekleşen yüksek karlılık seviyelerinin normalize olacağı öngörülmektedir.
- ▶ MTK'nın diğer maliyetleri, mürekkep, nişasta, yapışkanlar, paketleme ve kalıplama giderlerini içermekte olup önemli kısmı yabancı para cinsine endeksli giderlerdir.
- ▶ Enerji ve ulaşım maliyetlerinin, artan enerji maliyetine paralel olarak 2022 yılında önemli ölçüde artması beklenmekte olup 2023 ve sonrasında metrekare başına enerji maliyetlerin EUR bazında stabil seyredeceği öngörülmüştür.

## Ek II. Mondi Tire Kutsan – Operasyonel Giderler Varsayımları

### Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı

# %10,5

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

### Personel Giderinin Büyüme Oranı

# %28,5

2022-2027 yılları arası YBBO

### Mondi Merkez Giderlerinin Satışlara Oranı

# %1,7

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

### Operasyonel Giderler Varsayımları – Mondi Tire Kutsan

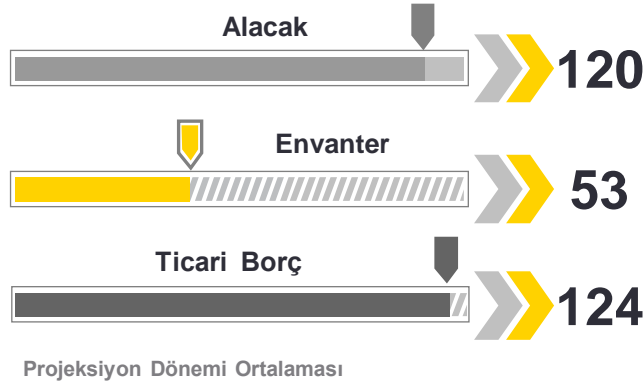
'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Personel Giderleri	89.139	102.265	135.185	212.686	316.268	390.464	462.401	531.283	609.913
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%8,2</i>	<i>%8,1</i>	<i>%5,0</i>	<i>%3,5</i>	<i>%4,3</i>	<i>%4,6</i>	<i>%4,9</i>	<i>%5,1</i>	<i>%5,3</i>
Ortalama Personel Sayısı	778	800	835	851	851	851	851	851	851
Bakım Giderleri	33.281	35.752	62.134	95.331	119.829	136.200	160.075	174.261	189.124
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%3,1</i>	<i>%2,8</i>	<i>%2,3</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,6</i>
Mondi Merkez Giderleri	27.472	41.590	75.736	106.826	127.012	144.169	157.687	172.706	188.889
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%2,5</i>	<i>%3,3</i>	<i>%2,8</i>	<i>%1,8</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,6</i>
Diğer Giderler	57.137	75.159	183.425	155.194	191.901	220.155	244.556	270.094	298.314
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%5,0</i>	<i>%6,1</i>	<i>%6,9</i>	<i>%2,6</i>	<i>%2,7</i>	<i>%2,7</i>	<i>%2,7</i>	<i>%2,7</i>	<i>%2,7</i>
<b>Toplam Faaliyet Gideri</b>	<b>207.029</b>	<b>254.766</b>	<b>456.479</b>	<b>570.037</b>	<b>755.010</b>	<b>890.989</b>	<b>1.024.719</b>	<b>1.148.344</b>	<b>1.286.241</b>
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%19,0</i>	<i>%20,2</i>	<i>%16,9</i>	<i>%9,4</i>	<i>%10,2</i>	<i>%10,4</i>	<i>%10,8</i>	<i>%10,9</i>	<i>%11,1</i>

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ Mondi Tire Kutsan faaliyet giderleri içerisinde personel giderleri büyük bir kısmı oluşturmaktadır. MTK çalışanları sendikaya bağlı değildir. Geçmiş yıllarda asgari ücret ve enflasyon göstergeleri dikkate alınarak enflasyon üzerinden artışlar gerçekleşmiştir. MTK'nın kapasite kullanım oranının hali hazırda üst sınırlarda olması ve projeksiyon dönemli boyunca üretim hacimiyle orantılı olarak personel sayısında önemli bir artış beklenmemektedir. Personel giderleri, bir önceki yılın enflasyon öngörülerine üzerine yapılacak %5'lik artış ile tahmin edilmektedir.
- ▶ Mondi Merkez giderleri yönetim yansıtma giderleri, lisans bedelleri ve bilgi sistemlerinden oluşmaktadır.
- ▶ Diğer giderler kalemi içerisinde ise operasyonel kur farkı giderleri, şüpheli alacak giderleri ve operasyonların devamlılığını sağlamak amacıyla şirket dışından alınmakta olan hizmetler yer almaktadır.

## Ek II. Mondi Tire Kutsan– Net İşletme Sermayesi Varsayımları

### Net İşletme Sermayesi Günleri

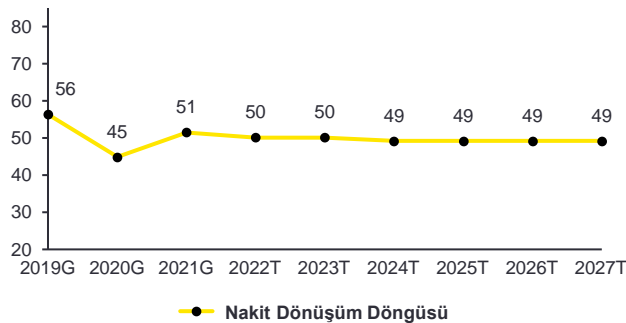


### Net İşletme Sermayesinin Satışlara Oranı

# %17,9

2022-2027 yılları arası projeksiyon dönemi ortalaması

### Nakit Dönüşüm Döngüsü



### Net İşletme Sermayesi Varsayımları – Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Alacaklar	329.951	462.316	1.070.293	2.427.500	2.925.564	3.330.795	3.643.688	4.011.140	4.393.853
<i>Ticari Alacaklar Devir Günü</i>	94	114	123	123	122	120	119	118	117
Stoklar	96.134	146.200	410.049	789.559	952.179	1.103.615	1.204.729	1.319.857	1.434.443
<i>Stok Devir Günü</i>	38	51	70	56	55	54	53	52	51
Diğer Varlıklar	12.465	18.193	79.784	93.097	113.117	130.928	144.429	160.339	177.136
<i>Satışlara Oranı - %</i>	%1,1	%1,4	%3,0	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5
Ticari Borçlar	191.224	343.005	825.848	1.820.948	2.201.305	2.557.785	2.799.363	3.075.104	3.351.366
<i>Ticari Borçlar Devir Günü</i>	75	120	142	129	127	125	123	121	119
Diğer Yükümlülükler	50.899	70.605	143.390	338.813	414.561	486.193	539.297	601.057	665.395
<i>SMM'e Oranı - %</i>	%6,5	%8,0	%7,9	%7,8	%7,7	%7,7	%7,7	%7,6	%7,6
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>196.426</b>	<b>213.099</b>	<b>590.889</b>	<b>1.150.395</b>	<b>1.374.994</b>	<b>1.521.359</b>	<b>1.654.187</b>	<b>1.815.175</b>	<b>1.988.670</b>
<i>Satışlara Oranı - %</i>	%18,1	%16,9	%21,9	%18,9	%18,6	%17,7	%17,5	%17,3	%17,1
<b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>(44.667)</b>	<b>16.672</b>	<b>377.790</b>	<b>559.506</b>	<b>224.599</b>	<b>146.365</b>	<b>132.828</b>	<b>160.988</b>	<b>173.495</b>
<i>Nakit Dönüşüm Döngüsü</i>	56	45	51	50	50	49	49	49	49

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ MTK nakit dönüşüm döngüsünün projeksiyon dönemi boyunca önemli bir değişiklik göstermeyeceğini; ortalama 49 gün seviyesinde gerçekleşeceğini öngörmektedir.
- ▶ Mondi Tire Kutsan'ın 2021 yılında 123 gün olan ticari alacak devir gününün projeksiyon dönemi boyunca ortalama 120 gün olması beklenmektedir.
- ▶ 2021 yılında artan talebe hızlı cevap verebilmek ve artan maliyetler sebebiyle 70 gün olan stok devir gününün projeksiyon dönemi boyunca ortalama 53 gün olması beklenmektedir.
- ▶ 2021 yılında maliyetlerde son dönemde yaşanan artışlar ile 142 gün olan ticari borç devir gününün projeksiyon dönemi boyunca ortalama 124 gün olması beklenmektedir.
- ▶ Diğer varlıklar temelde devreden KDV, kısa ve uzun vadeli peşin ödenmiş giderleri içermektedir. 2021 yılında bir sefere mahsus yatırımlar ile ilgili peşin ödenen giderler bulunmakta olup 2022 yılının ilk çeyreğinde ilgili yatırım tamamlanacaktır.
- ▶ Diğer yükümlülükler temelde ödenecek vergiler, SGK kesintileri, kısa ve uzun vadeli karşılıklar, dönem karı vergi yükümlülüğü ve diğer gider tahakkuklarını içermektedir.

## Ek II. Mondi Tire Kutsan– Yatırım Harcamaları Varsayımları

## Yatırım Harcamalarının Satışlara Oranı

**%1,6**

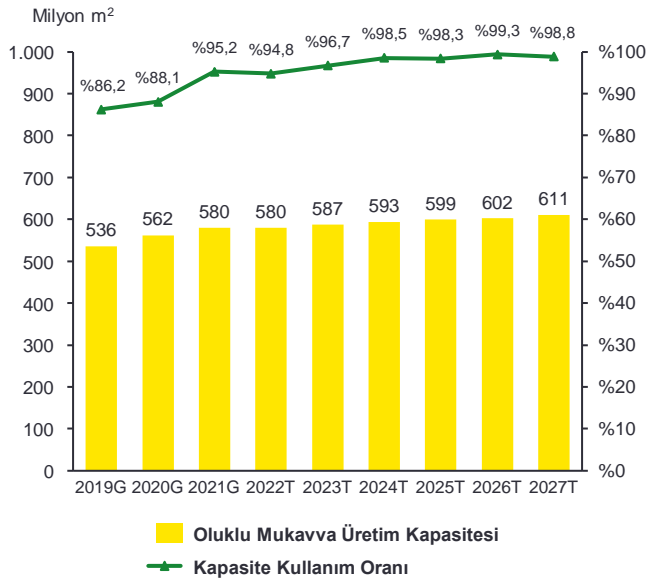
2022-2027 yılları arası projeksiyon dönemi ortalaması

## Yatırım Harcamaları ve Amortisman Varsayımları – Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım Harcamaları	63.267	78.264	117.747	197.339	96.554	114.237	126.630	136.582	151.305
Satışlara Oranı %	%5,8	%6,2	%4,4	%3,2	%1,3	%1,3	%1,3	%1,3	%1,3
İdame Yatırımları	63.195	34.285	117.747	110.079	96.554	114.237	126.630	136.582	151.305
Büyüme Yatırımları	73	43.979	-	87.260	-	-	-	-	-

Kaynak: Müşteri Yönetimi

## Üretim Kapasitesi ve Kullanım Oranı



- ▶ MTK, Mondi standartları çerçevesinde geçmiş yıllarda büyüme ve iyileştirme yatırımları gerçekleştirmiş ve fabrikaları yüksek kapasite kullanım oranları ile operasyonlarını sürdürmektedir. Fabrikaların alanları ve ilgili bölgelerdeki talep göz önünde bulundurulduğunda projeksiyon döneminde ek bir kapasite yatırımı öngörülmektedir.
- ▶ MTK'nın fabrikaları verimlilik açısından iyi koşullarda olup 2022 yılında planlanan ve yeni makine yatırımı ile operasyonel verimlilikte iyileşme sağlayan Karaman yatırımı haricinde ek bir yatırım harcaması öngörülmemiştir. MTK'nın idame yatırımlar ile operasyonlarını sürdürmesi beklenmektedir.

## Ek II. Mondi Tire Kutsan– FVÖK Tablosu

## Düzeltilmiş FVÖK Marjı

**%14,3**

2022-2027 yılları arası projeksiyon dönemi ortalaması

► 2021 yılı, önceki bölümlerde de bahsedildiği üzere, kağıt ve oluklu mukavva ürünlerine karşı oluşan yüksek talep ve limitli arz ve TL devaluasyonu kaynaklı mevcut piyasa ve makroekonomik koşullar sebebiyle MTK için olağan seyrin dışında bir yıldır. 2022 yılında da bu trendin devam etmesi öngörülmektedir. Fabrikalar 2021 yılında üç vardiya ile yaklaşık %95 kapasite ile çalışmıştır. Özellikle kağıt üretim fabrikasındaki karlılık oranları, MTK Yönetimi'nin beklentilerinin ve piyasa normallerinin üzerinde gerçekleşmiştir. MTK Yönetimi 2022 yılından itibaren şirket, hacimlerde önemli bir artış öngörmemektedir. Projeksiyon döneminde, hurda kağıt maliyetlerinde yaşanması beklenen artışlar ve verimlilikte yaşanacak düşüşler ile birlikte MTK'nın FAVÖK seviyesinde sektör normallerine gelmesi beklenmektedir.

► FAVÖK düzeltmeleri; TFRS 16 kira gideri düzeltmesini, 2021 yılında yer alan bir sefere mahsus aktüeryal gider düzeltmesini ve 2021 yılı şüpheli alacak karşılıklarının normalize edilmesine ilişkin düzeltmeyi içermektedir. Detaylı FAVÖK düzeltmeleri Ek IV'te sunulmaktadır.

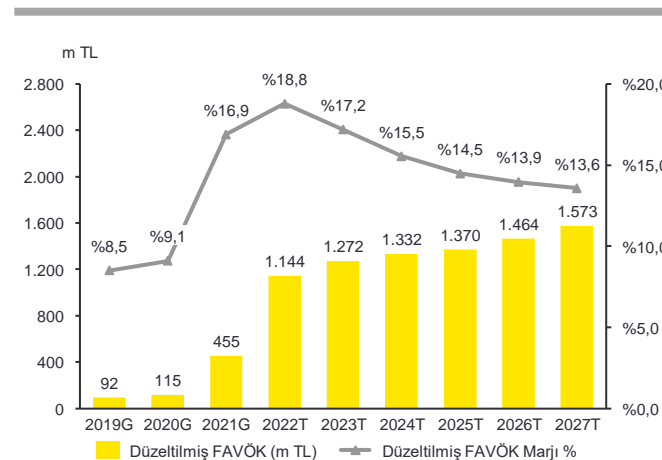
## FVÖK Tablosu – Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.086.834</b>	<b>1.260.388</b>	<b>2.697.402</b>	<b>6.095.200</b>	<b>7.405.905</b>	<b>8.572.028</b>	<b>9.455.954</b>	<b>10.497.624</b>	<b>11.597.352</b>
<i>Büyüme %</i>	<i>(%7,5)</i>	<i>%16,0</i>	<i>%114,0</i>	<i>%126,0</i>	<i>%21,5</i>	<i>%15,7</i>	<i>%10,3</i>	<i>%11,0</i>	<i>%10,5</i>
Satılan Malın Maliyeti	(783.518)	(885.484)	(1.804.959)	(4.366.700)	(5.361.948)	(6.329.957)	(7.040.465)	(7.861.808)	(8.712.113)
<b>Brüt Kar</b>	<b>303.315</b>	<b>374.903</b>	<b>892.443</b>	<b>1.728.500</b>	<b>2.043.957</b>	<b>2.242.071</b>	<b>2.415.489</b>	<b>2.635.816</b>	<b>2.885.239</b>
<i>Brüt Kar Marjı %</i>	<i>%27,9</i>	<i>%29,7</i>	<i>%33,1</i>	<i>%28,4</i>	<i>%27,6</i>	<i>%26,2</i>	<i>%25,5</i>	<i>%25,1</i>	<i>%24,9</i>
Faaliyet Giderleri	(207.029)	(254.766)	(456.479)	(570.037)	(755.010)	(890.989)	(1.024.719)	(1.148.344)	(1.286.241)
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%19,0</i>	<i>%20,2</i>	<i>%16,9</i>	<i>%9,4</i>	<i>%10,2</i>	<i>%10,4</i>	<i>%10,8</i>	<i>%10,9</i>	<i>%11,1</i>
<b>FAVÖK</b>	<b>96.287</b>	<b>120.137</b>	<b>435.963</b>	<b>1.158.463</b>	<b>1.288.947</b>	<b>1.351.082</b>	<b>1.390.770</b>	<b>1.487.472</b>	<b>1.598.998</b>
<i>FAVÖK Marjı %</i>	<i>%8,9</i>	<i>%9,5</i>	<i>%16,2</i>	<i>%19,0</i>	<i>%17,4</i>	<i>%15,8</i>	<i>%14,7</i>	<i>%14,2</i>	<i>%13,8</i>
FAVÖK Düzeltmeleri	(3.995)	(5.469)	19.391	(14.371)	(17.023)	(19.309)	(21.219)	(23.299)	(25.582)
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>92.292</b>	<b>114.668</b>	<b>455.354</b>	<b>1.144.092</b>	<b>1.271.923</b>	<b>1.331.773</b>	<b>1.369.550</b>	<b>1.464.173</b>	<b>1.573.416</b>
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %</i>	<i>%8,5</i>	<i>%9,1</i>	<i>%16,9</i>	<i>%18,8</i>	<i>%17,2</i>	<i>%15,5</i>	<i>%14,5</i>	<i>%13,9</i>	<i>%13,6</i>
Amortisman (*)	(28.383)	(33.076)	(37.208)	(102.323)	(96.652)	(105.013)	(117.181)	(120.472)	(129.377)
<b>Düzeltilmiş FVÖK</b>	<b>63.909</b>	<b>81.593</b>	<b>418.146</b>	<b>1.041.769</b>	<b>1.175.271</b>	<b>1.226.760</b>	<b>1.252.369</b>	<b>1.343.701</b>	<b>1.444.039</b>
<i>Düzeltilmiş FVÖK Marjı %</i>	<i>%5,9</i>	<i>%6,5</i>	<i>%15,5</i>	<i>%17,1</i>	<i>%15,9</i>	<i>%14,3</i>	<i>%13,2</i>	<i>%12,8</i>	<i>%12,5</i>

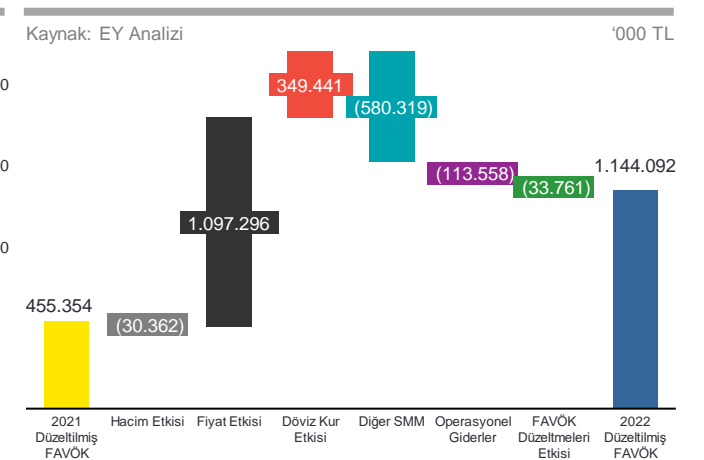
Kaynak: Müşteri Yönetimi

(\*) Projeksiyon döneminde vergi hesaplamaları ile uygun şekilde Mondi Tire Kutsan'ın yasal amortisman öngörüsü dikkate alınmıştır.

## Düzeltilmiş FAVÖK



## 2021G-2022T Düzeltilmiş FAVÖK Değişimi

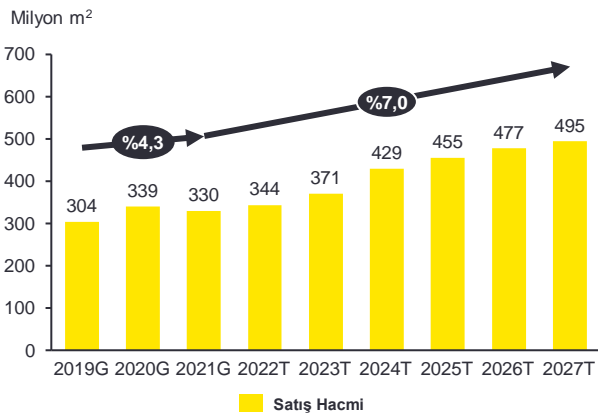
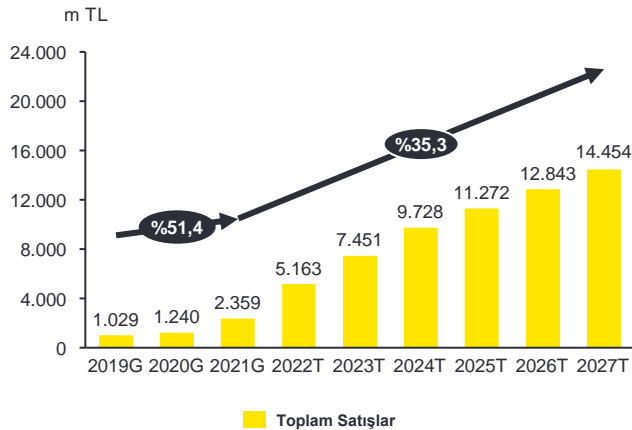


## Ek III. Mondi Olmuksan – Gelir Varsayımları

## Gelir Büyüme Oranı

**%35,3**

2021-2027 yılları arası YBBO



## Gelir Varsayımları – Mondi Olmuksan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Ana Ürün Gelirleri</b>	<b>982.959</b>	<b>1.198.683</b>	<b>2.254.471</b>	<b>4.931.026</b>	<b>7.113.656</b>	<b>9.212.754</b>	<b>10.626.400</b>	<b>12.089.561</b>	<b>13.595.667</b>
Büyüme %	%-	%21,9	%88,1	%118,7	%44,3	%29,5	%15,3	%13,8	%12,5
<b>Standart Kutu Gelirleri</b>	<b>507.873</b>	<b>585.756</b>	<b>1.116.765</b>	<b>2.442.611</b>	<b>3.523.789</b>	<b>4.563.590</b>	<b>5.263.847</b>	<b>5.988.632</b>	<b>6.734.690</b>
Büyüme %	%-	%15,3	%90,7	%118,7	%44,3	%29,5	%15,3	%13,8	%12,5
<b>Özel Kesim Kutu Gelirleri</b>	<b>333.152</b>	<b>422.259</b>	<b>759.976</b>	<b>1.662.235</b>	<b>2.397.993</b>	<b>3.105.593</b>	<b>3.582.129</b>	<b>4.075.356</b>	<b>4.583.060</b>
Büyüme %	%-	%26,7	%80,0	%118,7	%44,3	%29,5	%15,3	%13,8	%12,5
<b>Safıha Gelirleri</b>	<b>141.934</b>	<b>190.668</b>	<b>377.731</b>	<b>826.180</b>	<b>1.191.874</b>	<b>1.543.572</b>	<b>1.780.424</b>	<b>2.025.573</b>	<b>2.277.917</b>
Büyüme %	%-	%34,3	%98,1	%118,7	%44,3	%29,5	%15,3	%13,8	%12,5
<b>Diğer Gelirler</b>	<b>46.074</b>	<b>41.564</b>	<b>104.182</b>	<b>231.704</b>	<b>337.367</b>	<b>515.521</b>	<b>645.442</b>	<b>753.225</b>	<b>858.061</b>
Büyüme %	%207,4	(%9,8)	%150,7	%122,4	%45,6	%52,8	%25,2	%16,7	%13,9
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>1.029.033</b>	<b>1.240.247</b>	<b>2.358.654</b>	<b>5.162.730</b>	<b>7.451.023</b>	<b>9.728.275</b>	<b>11.271.842</b>	<b>12.842.785</b>	<b>14.453.728</b>
Büyüme %	(%11,6)	%20,5	%90,2	%118,9	%44,3	%30,6	%15,9	%13,9	%12,5

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ Mondi Olmuksan'ın ürün satış fiyatları hammadde olarak kullanılan kağıt fiyatlarındaki maliyet artışından doğrudan etkilenmektedir. Kağıt fiyatları makroekonomik değişimlere bağlı olarak (enflasyon, kur değişimleri, talep vb.) değişkenlik göstermekte ve aylık spot alımlarla belirlenmekte olup MOL'ün hizmet verdiği e-ticaret, gıda, yaş meyve sebze, kırmızı et, balık ürünleri ve ağır iş ambalajları müşterileri ile yapmış oldukları anlaşmalar doğrultusunda ilgili artışlar müşterilere yansıtılabilmektedir. MOL'un, ağır iş ambalajları ve üç-dalga (triple wall) özellikli ambalaj üretebilme kabiliyeti olduğu için MTK'ya göre gramaj olarak daha ağır ürünler satmaktadır. Bu nedenle satış fiyatları MTK'dan yüksektir; ancak birim fiyat artışları baz alınarak karşılaştırma yapıldığında projeksiyon yılları için iki şirketin benzer fiyat stratejilerine sahip olduğu ve 2023 sonrasında enflasyon ile uyumlu birim fiyat artışları beklediği görülmektedir.
- ▶ MOL Yönetimi, Mondi bünyesine geçmesini takiben bir seri modernizasyon ve kapasite artış yatırımları planlamaktadır. Bu yatırımlar ile MOL Yönetimi temel olarak üretim verimliliğini arttırmayı hedeflemektedir. Buna ek olarak talebin yoğun olduğu e-ticaret ve ağır iş ambalajı müşterilerine hizmet sunarak satış hacminde artış öngörmektedir. Yatırımlara ilişkin detaylar sayfa 53'te sunulmaktadır.
- ▶ Söz konusu yatırımlar 2022-2024 yılları arasında gerçekleşecektir. İlgili yatırımlar yıllar itibarıyla operasyona geçecek olup yatırımların satış hacmine olan tüm etkisi 2027 yılı itibarıyla normalize olacaktır.



## Ek III. Mondi Olmuksan – Ana Ürünler Gelir Varsayımları

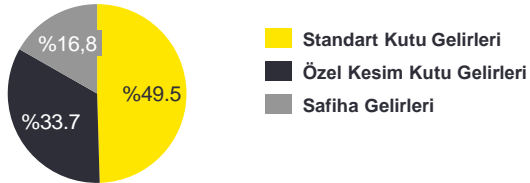
## Ana Ürünler Gelir Büyümesi

**%34,9**

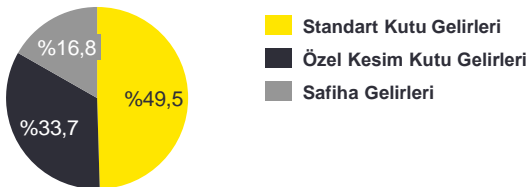
2021-2027 yılları arası YBBO

MOL, kapasite artış yatırımlarının etkisiyle 2022 yıl sonu ve 2024 yılının ortasından itibaren başta Özel Kesim Kutu olmak üzere diğer ürün gruplarının satışlarında artış öngörmektedir. Buna ek olarak 2022 sonrası temelde enflasyon ile orantılı birim fiyat artışı kaynaklı gelir artışları olacağı öngörülmektedir.

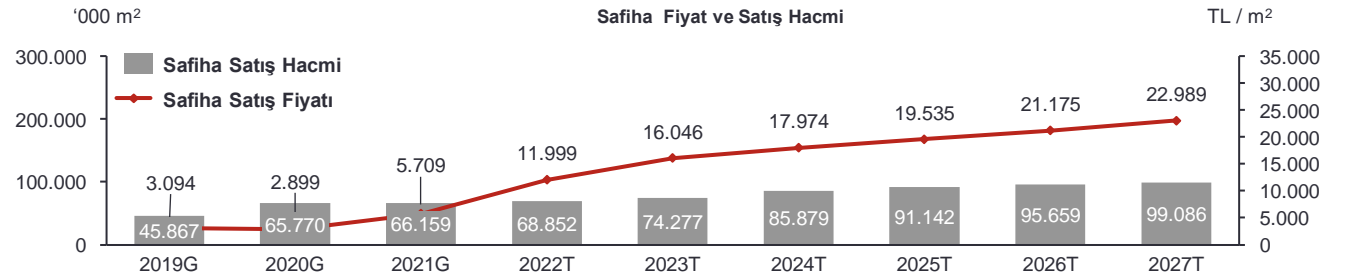
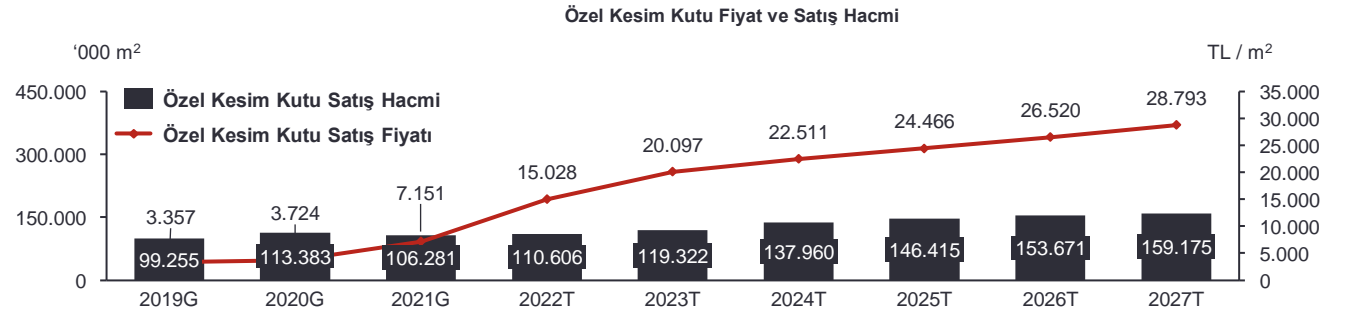
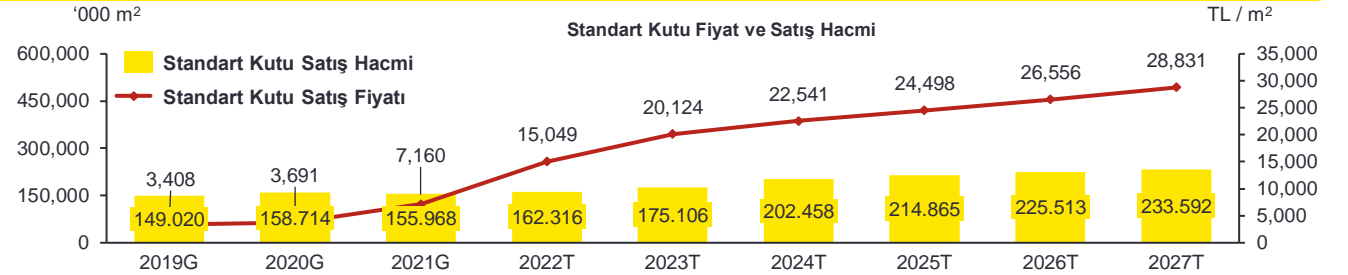
## Ana Ürünler 2021G Gelir Kırılımı



## Ana Ürünler 2027T Gelir Kırılımı



## Ana Ürünler Gelir Varsayımları – Mondi Olmuksan



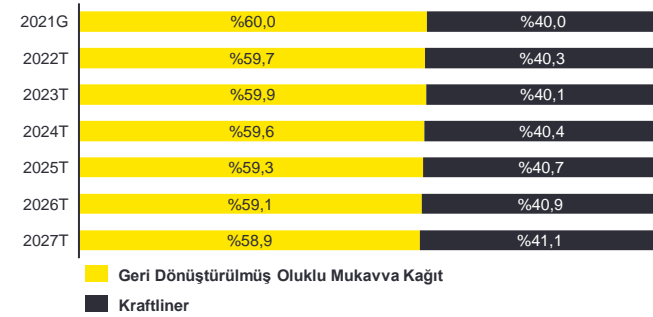
# Ek III. Mondi Olmuksan – Satılan Malın Maliyeti Varsayımları

## Brüt Kar Marjı

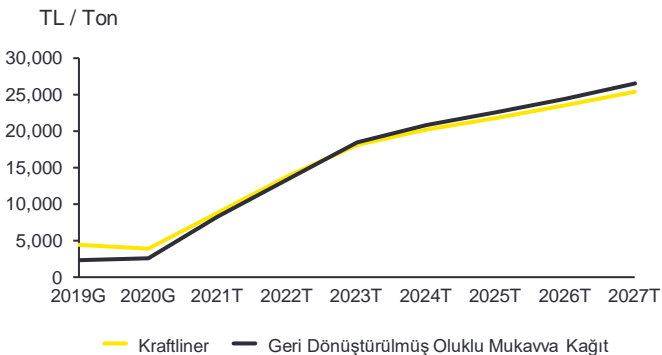
# %20,0

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

## Toplam Kağıt Kullanım Kırılımı



## Birim Kağıt Fiyatları



## Satılan Malın Maliyeti Varsayımları – Mondi Olmuksan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
<b>Toplam Satışlar</b>	1.029.033	1.240.247	2.358.654	5.162.730	7.451.023	9.728.275	11.271.842	12.842.785	14.453.728
<i>Büyüme %</i>	(%11,6)	%20,5	%90,2	%118,9	%44,3	%30,6	%15,9	%13,9	%12,5
<b>Satılan Malın Maliyeti</b>	(843.859)	(958.686)	(1.801.398)	(4.133.157)	(5.987.237)	(7.806.535)	(9.016.506)	(10.252.064)	(11.501.037)
Toplam Kağıt Ürünleri Maliyeti	719.949	813.149	1.605.590	3.721.353	5.458.311	7.054.497	8.119.986	9.198.611	10.248.118
<i>Satışlara Oranı %</i>	%70,0	%65,6	%68,1	%72,1	%73,3	%72,5	%72,0	%71,6	%70,9
Enerji	17.113	20.237	26.585	93.333	119.043	149.963	172.934	197.635	222.384
<i>Satışlara Oranı %</i>	%1,7	%1,6	%1,1	%1,8	%1,6	%1,5	%1,5	%1,5	%1,5
Ulaşım	34.194	46.648	61.288	142.019	182.692	234.208	271.008	310.327	349.502
<i>Satışlara Oranı %</i>	%3,3	%3,8	%2,6	%2,8	%2,5	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4
Diğer Maliyetler	72.604	78.652	107.935	176.453	227.190	367.867	452.578	545.491	681.032
<i>Satışlara Oranı %</i>	%7,1	%6,3	%4,6	%3,4	%3,0	%3,8	%4,0	%4,2	%4,7
<b>Brüt Kar</b>	185.174	281.561	557.256	1.029.572	1.463.786	1.921.740	2.255.336	2.590.721	2.952.691
<i>Brüt Marj %</i>	%18,0	%22,7	%23,6	%19,9	%19,6	%19,8	%20,0	%20,2	%20,4

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ Mondi Olmuksan'ın satılan malın maliyeti kalemi temelde kağıt giderlerinden oluşmaktadır. Ürün satış fiyatları hammadde olarak kullanılan ve makroekonomik değişimlere bağlı olarak (enflasyon, kur değişimleri, talep vb.) değişiklik gösteren ve aylık spot alımlarla belirlenen kağıt fiyatlarındaki maliyet artışından doğrudan etkilenmektedir.
- ▶ Mondi Olmuksan'ın kağıt maliyetleri, 2021 yılında piyasadaki limitli arz ve beklenmedik talep artışı sonrası EUR bazlı olarak artış göstermiştir. İlgili yılda TL'nin önemli ölçüde devalüasyonu sonucu TL bazlı birim kağıt maliyeti 100%'ün üzerinde artış göstermiştir. İlgili ana hammadde artışını MOL büyük ölçüde fiyatlara yansıtabilmiştir. 2022 yılında da birim kağıt maliyetlerinde ilk aylardan başlayan artışlar gözlemlenmiş olup 2023-2027 yılları arasında birim kağıt maliyetlerinin EUR bazında sabit kalacağı öngörülmüştür.
- ▶ Enerji ve ulaşım maliyetleri 2022 yılında Türkiye'de gerçekleşen maliyet artışları sonrası önemli ölçüde artmış olup 2023 ve sonrasında metrekare başına enerji maliyetlerinin EUR bazında stabil seyredeceği öngörülmüştür.
- ▶ Mondi Olmuksan'ın diğer maliyetleri mürekkep, nişasta, yapışkanlar gibi diğer hammadde maliyetlerini, paketleme ve kalıplama giderlerini içermektedir.

## Ek III. Mondi Olmuksan – Operasyonel Giderler Varsayımları

### Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı

# %8,7

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

### Personel Giderleri Büyümesi

# %30,8

2021-2027 yılları arası YBBO

### Mondi Merkez Giderlerinin Satışlara Oranı

# %1,3

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

### Operasyonel Giderler Varsayımları – Mondi Olmuksan

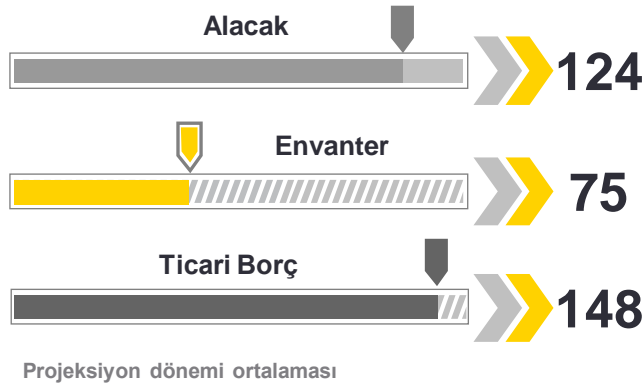
'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Personel Giderleri	103.229	120.842	147.136	247.622	372.719	465.687	557.627	640.557	735.879
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%10,0</i>	<i>%9,7</i>	<i>%6,2</i>	<i>%4,8</i>	<i>%5,0</i>	<i>%4,8</i>	<i>%4,9</i>	<i>%5,0</i>	<i>%5,1</i>
Ortalama Personel Sayısı	900	950	789	832	842	852	862	862	862
Bakım Giderleri	18.940	20.809	27.394	39.478	54.656	68.771	78.751	89.165	99.571
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%1,8</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,2</i>	<i>%0,8</i>	<i>%0,7</i>	<i>%0,7</i>	<i>%0,7</i>	<i>%0,7</i>	<i>%0,7</i>
Mondi Merkez Giderleri	-	-	39.803	80.523	98.634	117.019	130.221	144.267	158.806
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%-</i>	<i>%-</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,3</i>	<i>%1,2</i>	<i>%1,2</i>	<i>%1,1</i>	<i>%1,1</i>
Diğer Giderler	130.073	118.058	92.715	123.723	145.669	168.487	186.107	204.895	225.451
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%12,6</i>	<i>%9,5</i>	<i>%3,9</i>	<i>%2,4</i>	<i>%2,0</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,7</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,6</i>
<b>Toplam Faaliyet Giderleri</b>	<b>252.242</b>	<b>259.709</b>	<b>307.049</b>	<b>491.346</b>	<b>671.679</b>	<b>819.964</b>	<b>952.706</b>	<b>1.078.883</b>	<b>1.219.707</b>
<i>Satışlara Oranı %</i>	<i>%24,5</i>	<i>%20,9</i>	<i>%13,0</i>	<i>%9,5</i>	<i>%9,0</i>	<i>%8,4</i>	<i>%8,5</i>	<i>%8,4</i>	<i>%8,4</i>

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- ▶ Mondi Olmuksan faaliyet giderleri içerisinde personel giderleri büyük bir kısmı oluşturmaktadır. MOL bünyesinde mavi yaka olarak çalışanlar işçi sendikasına tabidir. Bu doğrultuda geçmiş yıllarda asgari ücret ve enflasyon göstergeleri dikkate alınarak enflasyon üzerinde maaş artışları yapılmıştır. Yapılan kapasite artış yatırımları da göz önünde bulundurularak Mondi Olmuksan personel sayısının 2025 yılına kadar artacağı öngörülmüştür. MOL, birim personel giderlerini bir önceki yılın enflasyonu üzerine yapılacak %5'lik artış ile tahmin etmektedir.
- ▶ Mondi merkez giderleri, yönetim yansıtma giderleri, lisans bedelleri ve bilgi sistemlerinden oluşmaktadır. Diğer giderler kalemi içerisinde ise operasyonel kur farkı giderleri, şüpheli alacak gideri ve operasyonların devamlılığını sağlamak amacıyla dışarıdan sağlanan hizmetler yer almaktadır.
- ▶ Mondi Olmuksan 2021 yılında Mondi tarafından International Paper şirketinden satın alındığı için, MOL'ün 2019-2020 yıllarında Mondi merkez giderleri bulunmamakta olup benzer şekilde IP gruba ödediği giderler diğer giderler altında takip edilmektedir.

# Ek III. Mondi Olmuksan – Net İşletme Sermayesi Varsayımları

## Net İşletme Sermayesi Günleri

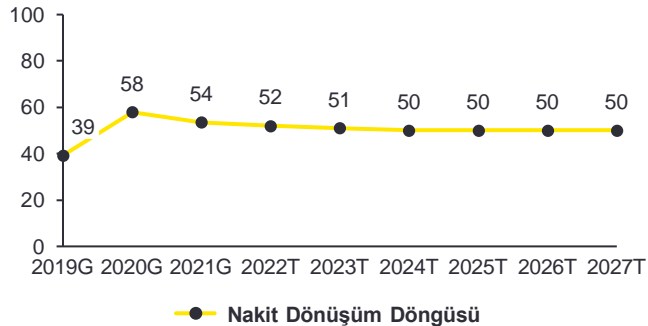


## Net İşletme Sermayesi Satışlara Oranı

# %18,5

2022-2027 yılları arası projeksiyon ortalaması

## Nakit Dönüşüm Döngüsü



## Net İşletme Sermayesi Varsayımları – Mondi Olmuksan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Alacaklar	327.199	478.109	955.967	2.086.309	2.986.942	3.857.819	4.482.178	5.106.854	5.747.436
<i>Ticari Alacaklar Devir Günü</i>	98	120	125	125	124	123	123	123	123
Stoklar	149.242	195.974	446.209	1.002.149	1.451.700	1.887.646	2.186.194	2.485.775	2.788.608
<i>Stok Devir Günü</i>	55	63	77	75	75	75	75	75	75
Diğer Dönen Varlıklar	29.869	14.648	31.973	69.985	101.005	131.875	152.799	174.094	195.932
<i>Satışlara Oranı - %</i>	%2,9	%1,2	%1,4	%1,4	%1,4	%1,4	%1,4	%1,4	%1,4
Ticari Borçlar	310.356	386.517	864.275	1.977.574	2.864.688	3.724.954	4.314.089	4.905.262	5.502.852
<i>Ticari Borçlar Devir Günü</i>	114	125	148	148	148	148	148	148	148
Diğer Yükümlülükler	46.187	63.632	87.189	198.908	288.009	375.584	433.961	493.548	553.888
<i>SMM'e Oranı - %</i>	%5,5	%6,6	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>149.767</b>	<b>238.582</b>	<b>482.685</b>	<b>981.961</b>	<b>1.386.950</b>	<b>1.776.802</b>	<b>2.073.121</b>	<b>2.367.913</b>	<b>2.675.235</b>
<i>Satışlara Oranı - %</i>	%14,6	%19,2	%20,5	%19,0	%18,6	%18,3	%18,4	%18,4	%18,5
<b>Net İşletme Sermayesi Değişimi</b>	<b>(199.668)</b>	<b>88.815</b>	<b>244.103</b>	<b>499.276</b>	<b>404.989</b>	<b>389.852</b>	<b>296.320</b>	<b>294.792</b>	<b>307.322</b>
<i>Nakit Dönüşüm Döngüsü</i>	39	58	54	52	51	50	50	50	50

Kaynak: Müşteri Yönetimi

- Mondi Olmuksan Yönetimi, ticari alacak, stok ve ticari borç devir günlerinin projeksiyon döneminde benzer seviyelerde gerçekleşeceğini; ticari alacak ve stok günlerinde beklenen limitli iyileşmeler ile nakit döngüsünün yavaşça iyileşerek projeksiyon dönemi sonunda 50 gün seviyesinde gerçekleşmesini öngörmektedir.
- Diğer dönen varlıklar temelde devreden KDV, peşin ödenen vergiler, personel avansları, kısa ve uzun vadeli peşin ödenmiş giderleri içermektedir.
- Diğer yükümlülükler temelde ödenecek vergiler, kısa ve uzun vadeli çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında karşılıklar ile dönem karı vergi yükümlülüğünü içermektedir.

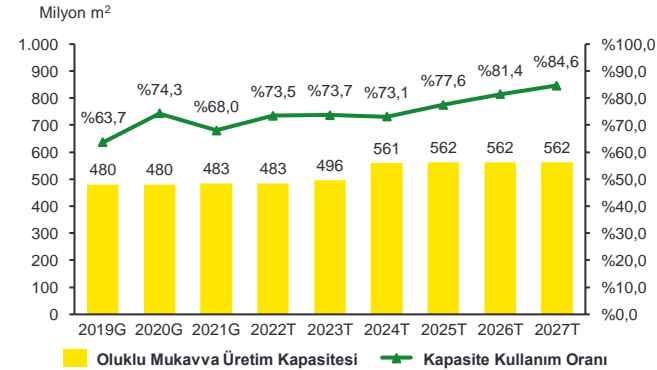
## Ek III. Mondi Olmuksan – Yatırım Harcamaları Varsayımları

## Yatırım Harcamalarının Satışlara Oranı

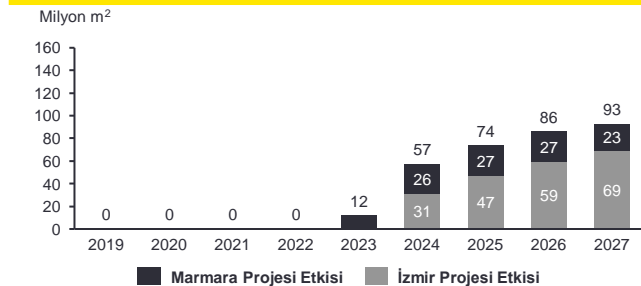
**%3,2**

2022-2027 yılları arası projeksiyon dönemi ortalaması

## Yıllara Bağlı Üretim Kapasitesi



## Marmara ve İzmir Projelerinin Satış Hacmi Etkisi



## Yatırım Harcamaları Varsayımları – Mondi Olmuksan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım Harcamaları	108.000	2.200	5.300	278.619	669.760	231.506	91.870	99.089	106.876
Satışlara Oranı %	%10,5	%0,2	%0,8	%5,4	%9,0	%2,4	%0,8	%0,8	%0,7
İzmir Yatırımı	-	-	-	119.857	368.704	93.210	-	-	-
Marmara Yatırımı	-	-	-	52.966	36.933	-	-	-	-
Diğer Büyüme Yatırımları	-	-	-	6.283	114.967	93.498	-	-	-
İdame Yatırımları	108.000	2.200	5.300	99.513	149.157	44.797	91.870	99.089	106.876

Kaynak: Müşteri Yönetimi

MOL Yönetimi, Mondi bünyesine geçmesini takiben bir seri modernizasyon ve kapasite artış yatırımları planlamaktadır. Bu yatırımlar makine yenileme, kapasite artış yatırımları ve dijitalleşmeye yönelik yatırımları içermektedir. MOL projeksiyon döneminde Mondi Olmuksan ve Mondi Yönetimi tarafından onaylanmış olan, operasyonel verimliliği arttırmak amacıyla makine ve otomasyon süreçlerini yenilemek ve talebe doğru cevap vermek için kapasite artışı ve modernizasyon odaklı yatırım harcamalarını öngörmektedir. Bu kapsamda planlanan ana projeler İzmir ve Marmara Projesidir. Buna ek olarak Adana, Bursa ve Çorum'da makine yenileme yatırımları planlanmaktadır.

## Marmara Projesi

- Gebze bölgesi e-ticaret firmaların yoğun olarak bulunduğu bir bölgedir. Mevcut durumda MOL'ün Gebze fabrikasında e-ticaret ürünlerinin yanı sıra yüksek gramajlı ağır iş ambalajı ürünlerin üretimi de gerçekleştirilmektedir. Mondi Olmuksan Yönetimi, ağır gramajlı ürün üretimini tamamen Bursa'ya transfer etmeyi öngörmektedir. Bunun sonucunda daha fazla e-ticaret talebinin oluştuğu Gebze fabrikasında e-ticarete yönelik kapasite artışı yapacaktır.
- Mondi Olmuksan Yönetimi yatırım sürecinin 2023 yılının ikinci yarısında tamamlanacağını öngörmektedir.

## İzmir Projesi

- Mondi Olmuksan, İzmir fabrikasında makine yenileme ve bölgedeki talebi karşılamak için kapasite artış yatırımı planlamaktadır. İzmir'de yer alan ve 46,600 m<sup>2</sup> alana sahip mevcut fabrikanın yanında bulunan arazinin satın alınmasıyla yeni bir fabrika kurulması planlanmıştır.
- İzmir yatırımı, 15,000m<sup>2</sup>'lik arazinin satın alınması, fabrikanın inşaatı ve makine ekipmanlarını içermektedir.
- Yeni kurulacak fabrikaya RDC ve Corrugator makinaları eklenmesi planlanmaktadır.
- İzmir kapasite yatırımı ile birlikte Mondi Olmuksan'ın 2027 yılı itibarıyla yaklaşık 70 milyon m<sup>2</sup> satış hacmi artışı sağlaması planlanmaktadır.
- Mondi Olmuksan 2022 yılında ilgili arsanın satın alınmasını, 2023 yılında inşaatın başlamasını ve 2024 yılının ortasında yatırımın tamamlanmasıyla birlikte yeni fabrikanın faaliyete geçmesini hedeflemektedir.

## Ek III. Mondi Olmuksan – FVÖK Tablosu

## Düzeltilmiş FVÖK Marjı

**%10,2**

2022-2027 projeksiyon dönemi ortalaması

- Mondi Olmuksan, Mondi bünyesine geçtikten sonra kapasite artış ve modernizasyon yatırımları ile performansını ve karlılık seviyelerini Mondi standartlarına getireceğini öngörmektedir. Mondi Olmuksan Yönetimi, kapasite artış yatırımlarını sektörde büyüme potansiyeli olan alanlara yaparak satış hacimleri ve operasyonlarındaki verimliliği arttırmayı ve bu sayede marjlarda iyileşme sağlamayı hedeflemektedir.
- 2021 yılında piyasa koşullarının iyileşmesi, 31 Mayıs 2021 sonrası Mondi Yönetimi'nin devreye girmesiyle müşteriler ile çalışma kriterlerine getirilen karlılık odaklı performans hedefleri ve müşteri dağılımında değişiklikler sonrası marjlarda artış gözlemlenmiş olup ilerleyen yıllarda modernizasyon, dijitalleşme amaçlı yatırımlar ve kapasite artırıcı yatırımlar ile marjlardaki artışın süreceği ve sektör normallerine ulaşacağı öngörülmektedir.
- FAVÖK düzeltmeleri TFRS 16 kira gideri düzeltmesini ve 2021 yılında yer alan bir sefere mahsus anti-damping gelirleri ve entegrasyon giderlerine ilişkin düzeltmeleri içermektedir. Detaylı FAVÖK düzeltmeleri Ek IV'de sunulmaktadır.

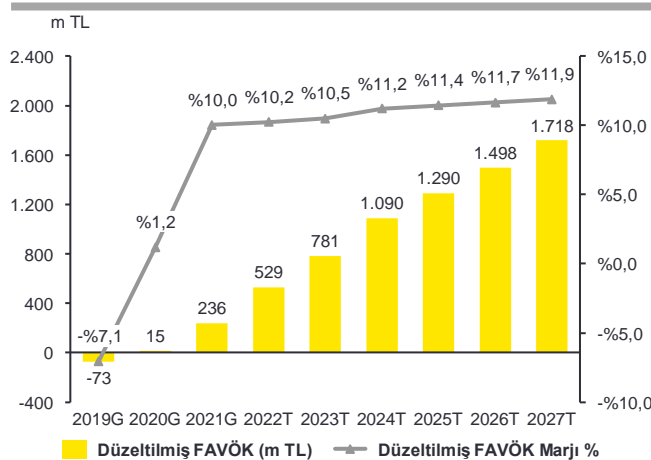
## FVÖK Tablosu – Mondi Olmuksan

'000 TL	2019G	2020G	2021G	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	1.029.033	1.240.247	2.358.654	5.162.730	7.451.023	9.728.275	11.271.842	12.842.785	14.453.728
Büyüme %	(%11,6)	%20,5	%90,2	%118,9	%44,3	%30,6	%15,9	%13,9	%12,5
Satılan Malın Maliyeti	(843.859)	(958.686)	(1.801.398)	(4.133.157)	(5.987.237)	(7.806.535)	(9.016.506)	(10.252.064)	(11.501.037)
Brüt Kar	185.174	281.561	557.256	1.029.572	1.463.786	1.921.740	2.255.336	2.590.721	2.952.691
Brüt Kar Marjı %	%18,0	%22,7	%23,6	%19,9	%19,6	%19,8	%20,0	%20,2	%20,4
Faaliyet Giderleri	(252.242)	(259.709)	(307.049)	(491.346)	(671.679)	(819.964)	(952.706)	(1.078.883)	(1.219.707)
Satışlara Oranı %	%24,5	%20,9	%13,0	%9,5	%9,0	%8,4	%8,5	%8,4	%8,4
FAVÖK	(67.068)	21.852	250.208	538.226	792.108	1.101.776	1.302.630	1.511.838	1.732.984
FAVÖK Marjı %	(%6,5)	%1,8	%10,6	%10,4	%10,6	%11,3	%11,6	%11,8	%12,0
FAVÖK Düzeltmeleri	(5.539)	(7.277)	(13.709)	(9.202)	(10.729)	(11.965)	(12.917)	(13.932)	(15.027)
Düzeltilmiş FAVÖK	(72.607)	14.576	236.499	529.024	781.379	1.089.811	1.289.713	1.497.906	1.717.957
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı %	(%7,1)	%1,2	%10,0	%10,2	%10,5	%11,2	%11,4	%11,7	%11,9
Amortisman (*)	(14.216)	(18.568)	(18.487)	(41.842)	(64.809)	(110.227)	(125.806)	(136.787)	(147.872)
Düzeltilmiş FVÖK	(86.823)	(3.992)	218.012	487.182	716.570	979.584	1.163.906	1.361.119	1.570.085
Düzeltilmiş FVÖK Marjı %	(%8,4)	(%0,3)	%9,2	%9,4	%9,6	%10,1	%10,3	%10,6	%10,9

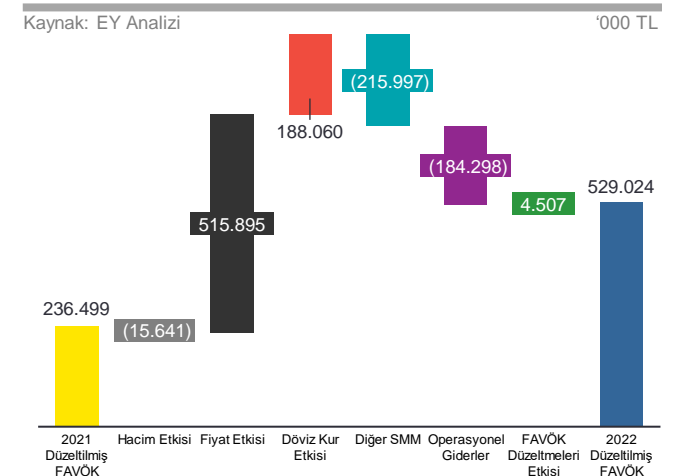
Kaynak: Müşteri Yönetimi

(\*) Projeksiyon döneminde vergi hesaplamaları ile uygun şekilde Mondi Olmuksan'ın yasal amortisman öngörüsü dikkate alınmıştır.

## Düzeltilmiş FAVÖK



## 2021G-2022T Düzeltilmiş FAVÖK Değişimi



## Ek IV. FAVÖK Düzeltmeleri

Şirketler'in 2021 yılına ilişkin düzeltilmiş normalize FAVÖK hesaplamasının detayları aşağıda sunulmaktadır. Normalize FAVÖK hesaplanırken 2021 yılı içerisinde gerçekleşen bir sefere mahsus gelir ve giderlere yönelik düzeltmeler yapılmıştır. FAVÖK tutarları aşağıdaki düzenlemeler dikkate alınarak düzeltilmiştir.

Yukarıda bahsedilen genel düzeltmelere ek olarak tüm şirketlerde mevcut olması durumunda TFRS 16 Kiralama Standartlarına ilişkin düzeltme yapılmıştır. 1 Ocak 2019 tarihinde yürürlüğe giren bu standart doğrultusunda belirli kiralama giderleri, bilançoda Kullanım Hakkı Varlığı ve Kiralama Yükümlülüğü olarak dikkate alınmakta olup, Gelir tablosuna finansal gider ve amortisman olarak etki etmektedir. Böylelikle Şirketler'in FAVÖK hesaplamalarında pozitif etki yaratmaktadır. Gelir ve Piyasa Yaklaşımlarında baz alınan FAVÖK hesaplamalarını doğru yansıtabilmek adına TFRS 16 kapsamında değerlendirilen kiralama giderleri operasyonel bir gider olarak değerlendirilip FAVÖK hesaplamasından düşülerek Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmıştır. Benzer şekilde net borçluluk hesaplanırken ilgili varlık ve yükümlülükler dikkate alınmamıştır.

## Mondi Tire Kutsan

'000 TL	2021G
FAVÖK	435.963
TFRS16 kiralama gideri	(10.000)
Aktüeryal karşılık düzeltmesi	2.417
Şüpheli alacak karşılık düzeltmesi	26.974
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>455.354</b>

Kaynak: Müşteri Yönetimi

MTK'nin bir sefere mahsus düzeltmeleri hakkında detaylar aşağıda açıklanmaktadır:

**Aktüeryal karşılık düzeltmesi:** 2019 yılına ilişkin bir aktüeryal kaydın 2021 yılında düzeltilmesine ilişkindir ve bir sefere mahsus bir düzeltme olduğu için çalışma kapsamında düzeltilmiştir.

**Şüpheli alacak karşılık düzeltmesi:** MTK, 2021 yılında şüpheli alacak risk değerlendirilmesinde bir değişiklikte bulunmuştur. MTK'nin şüpheli alacak karşılıklarını normalize etmek ve MOL ile karşılaştırılabilir olması amacıyla MTK'nin şüpheli alacak karşılıklarına yönelik düzeltme yapılmıştır.

## Mondi Olmuksan

'000 TL	2021G
FAVÖK	250.208
TFRS16 kiralama gideri	(7.382)
Anti-Damping karşılık düzeltmesi	(8.159)
Entegrasyon giderleri düzeltmesi	2.657
Doğal Kağıt Kartal satış düzeltmesi	(825)
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>236.499</b>

Kaynak: Müşteri Yönetimi

MOL'ün bir sefere mahsus düzeltmeleri hakkında detaylar aşağıda açıklanmaktadır:

**Anti-damping:** 2019 yılına ilişkin bir anti-damping karşılığı tutarın ödenmesi sonrası geri çekildiği için bir gelir oluşmuştur. İlgili tutar bir sefere mahsus bir düzeltme olduğundan çalışma kapsamında düzeltilmiştir.

**Entegrasyon giderleri düzeltmesi:** MOL, Mondi bünyesine 2021 yılında katıldığı için 2021 yılı mali tablosunda entegrasyon giderleri bulunmaktadır. İlgili tutar bir sefere mahsus kabul edildiği için çalışma kapsamında düzeltilmiştir.

**Doğal Kağıt Kartal Satış düzeltmesi:** İlgili duran varlığın satışına ilişkin gelirler bir sefere mahsus olarak değerlendirilmiş olup normalize FAVÖK hesaplanırken düzeltilmiştir.

## Ek V. Şirketler'in Piyasa Değeri

## Piyasa Değeri (31 Mart 2022 itibarıyla)

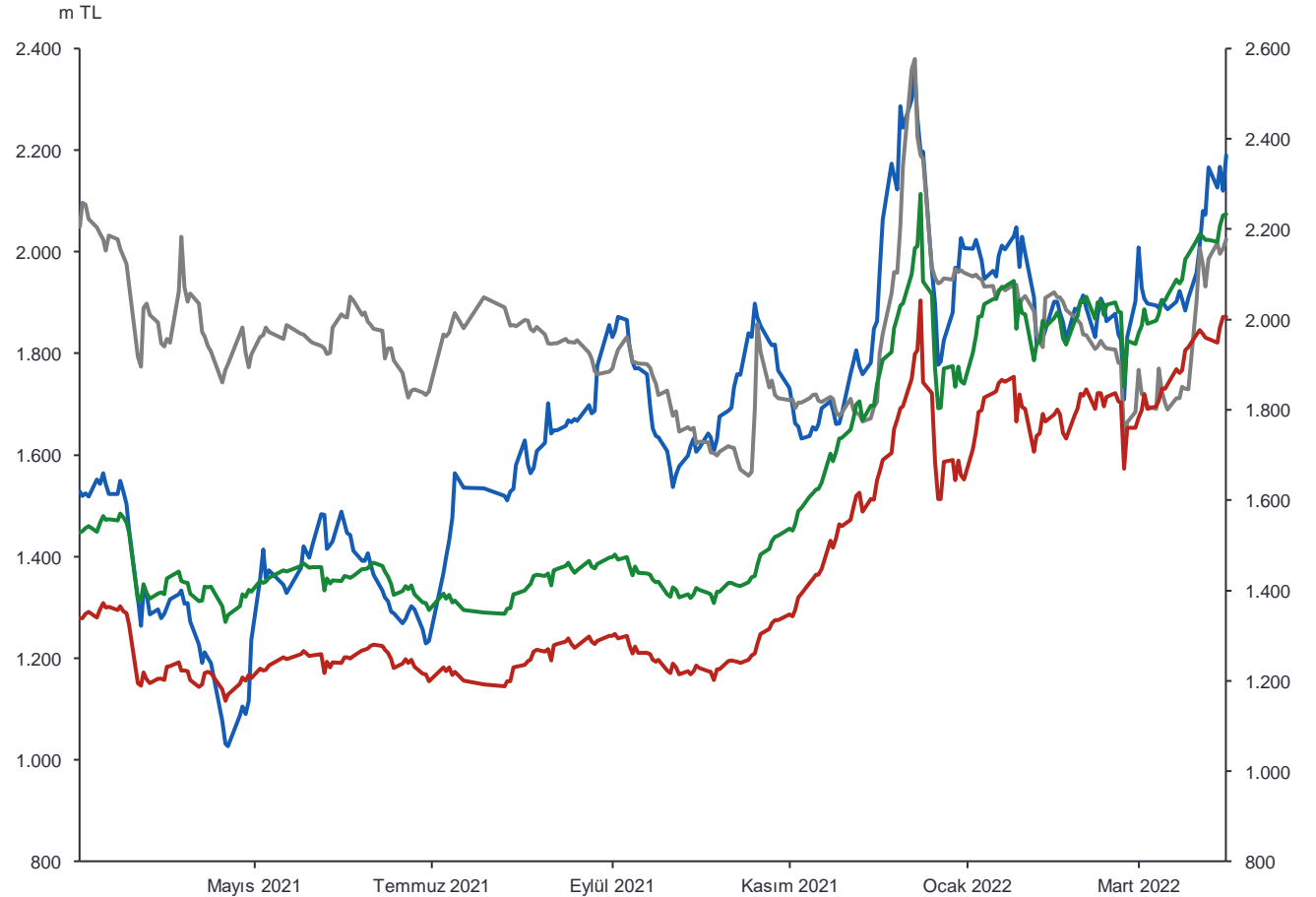
31 Mart 2022	BIST 50	BIST 100	Mondi Tire Kutsan (m TL)	Mondi Olmuksan (m TL)
Son 1 Ay	1.900	2.104	1.989	1.837
<b>Son 3 Ay</b>	<b>1.835</b>	<b>2.040</b>	<b>1.938</b>	<b>1.849</b>
<b>Son 6 Ay</b>	<b>1.675</b>	<b>1.876</b>	<b>1.892</b>	<b>1.824</b>
Son 12 Ay	1.472	1.661	1.695	1.816
<b>3 Ay-6 Ay Fark</b>	<b>%9,6</b>	<b>%8,8</b>	<b>%2,4</b>	<b>%1,4</b>

Kaynak: Capital IQ

Şirketler'in piyasa değeri Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan pay adedi ile günlük hacim ağırlıklı ortalama hisse fiyatının çarpılması sonucu bulunmuştur.

Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan'ın Piyasa Değerleri, 31 Mart 2022 tarihinden itibaren günlük hacim ağırlıklı ortalama fiyatların son 3 aydaki ortalaması dikkate alınarak hesaplanmıştır. 31 Mart 2022 tarihi, enflasyon ve devalüasyon etkileri ile son aylarda önemli ölçüde değişen güncel makroekonomik koşulları ve özellikle 2021 yılının son çeyreğinde Şirketler'in faaliyet gösterdiği sektörde gerçekleşen EUR bazlı kağıt maliyetlerindeki artışları ve satış fiyatı artışlarını daha iyi yansıttığı için seçilmiş olup ilgili dönemde Şirketler'in benzer piyasa hareketleri gösterdiği gözlemlenmiştir.

## Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan Piyasa Değeri



Kaynak: Capital IQ

— Mondi Tire Kutsan — BIST 100  
— Mondi Olmuksan — BIST 50



## Ek VI. AOSM Hesaplaması

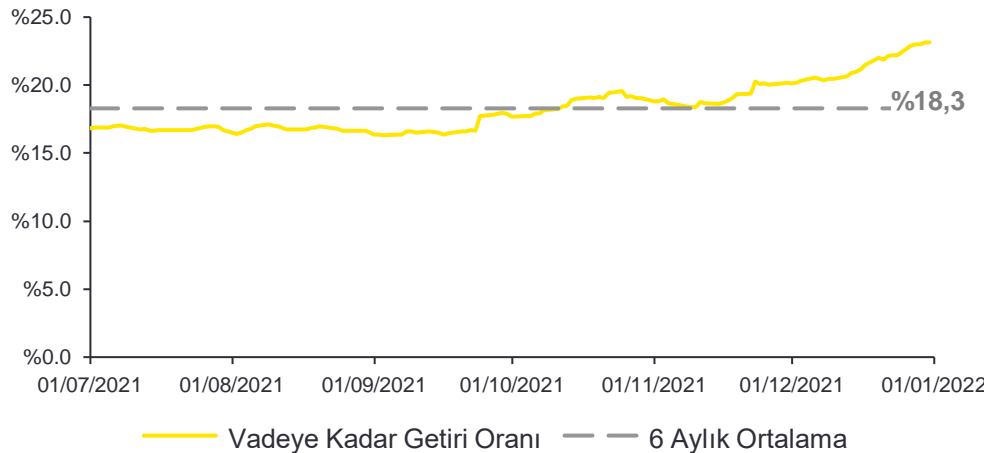
## AOSM Hesaplaması – Mondi Tire Kutsan

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Devam Eden Değer
Kaldıraçsız Beta	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Net Borç / Hisse Değeri Oranı	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3
Vergi Oranı	%19,8	%19,8	%19,7	%19,7	%19,7	%19,7	%20,0
Risksiz Getiri Oranı	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3
Kaldıraçlı Beta	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Sermaye Piyasası Risk Primi	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
Şirket Risk Primi	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>%25,1</b>	<b>%25,1</b>	<b>%25,1</b>	<b>%25,1</b>	<b>%25,1</b>	<b>%25,1</b>	<b>%25,1</b>
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0
Vergi Oranı	%19,8	%19,8	%19,7	%19,7	%19,7	%19,7	%20,0
<b>Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>
Özsermaye/(Finansal Borç+Özsermaye)	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1
Finansal Borç/(Finansal Borç+Özsermaye)	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9
<b>AOSM</b>	<b>%23,7</b>	<b>%23,7</b>	<b>%23,7</b>	<b>%23,7</b>	<b>%23,7</b>	<b>%23,7</b>	<b>%23,7</b>

Kaynak: Capital IQ, EY Analizi

\*Şirket risk primi, kağıt maliyetlerindeki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri yansıtmak üzere her iki şirket için %1 olarak kabul edilmiştir. Ayrıca projeksiyon döneminde yapılması planlanan yatırımlar ile ilgili riskleri yansıtmak adına için MOL'e %1 ek risk prim tahsis edilmiştir.

## TCMB 10-Yıllık Hazine Tahvili Bonosu – 31 Aralık 2021 Tarihinden İtibaren



## AOSM Hesaplaması – Mondi Olmuksan

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Devam Eden Değer
Kaldıraçsız Beta	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Net Borç / Hisse Değeri Oranı	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3	%23,3
Vergi Oranı	%5,1	%0,0	%0,0	%14,0	%18,1	%18,3	%20,0
Risksiz Getiri Oranı	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3
Kaldıraçlı Beta	0,92	0,92	0,92	0,90	0,89	0,89	0,89
Sermaye Piyasası Risk Primi	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
Şirket Risk Primi	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>%26,3</b>	<b>%26,3</b>	<b>%26,3</b>	<b>%26,2</b>	<b>%26,1</b>	<b>%26,1</b>	<b>%26,1</b>
Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0
Vergi Oranı	%5,1	%0,0	%0,0	%14,0	%18,1	%18,3	%20,0
<b>Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti</b>	<b>%20,8</b>	<b>%22,0</b>	<b>%22,0</b>	<b>%18,9</b>	<b>%18,0</b>	<b>%17,9</b>	<b>%17,6</b>
Özsermaye/(Finansal Borç+Özsermaye)	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1	%81,1
Finansal Borç/(Finansal Borç+Özsermaye)	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9	%18,9
<b>AOSM</b>	<b>%25,2</b>	<b>%25,5</b>	<b>%25,5</b>	<b>%24,8</b>	<b>%24,6</b>	<b>%24,6</b>	<b>%24,5</b>

Kaynak: Capital IQ, EY Analizi

## Emsal Şirketler

Emsal Şirketler	Kaldıraçsız Beta	Net Borç/Hisse Değeri
Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.S.	1,26	%24,4
Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.S.	0,66	%21,2
Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	1,02	%20,7
Mondi plc	0,97	%19,0
DS Smith Plc	0,82	%40,9
WestRock Company	0,68	%87,1
Smurfit Kappa Group Plc	0,65	%33,7
Packaging Corporation of America	0,58	%15,7
International Paper Company	0,68	%47,2
Stora Enso Oyj	0,90	%22,1
<b>Medyan</b>	<b>0,75</b>	<b>%23,3</b>

Kaynak: Capital IQ

## Ek VII. Bilgi Kaynakları

### Mondi Tire Kutsan

- Mondi Tire Kutsan tarafından TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanmış PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 mali tabloları
- Mondi Tire Kutsan Yönetimi tarafından hazırlanan ve Mondi Corrugated B.V. Üst Yönetim Komitesi tarafından onaylanmış 1 Ocak 2022 – 31 Aralık 2027 dönemine ilişkin fiyat, hacim, maliyet, yatırım harcaması ve işletme sermayesi bilgilerini içeren detaylı iş planları
- Mondi Tire Kutsan Yönetimi tarafından sağlanan
  - Personel Sayısı
  - Kapasite Detayları
  - Ürün Bilgisi
  - RCB Türkiye Pazarı Perspektifi sunumu
  - OMUD 2020 Sektör Raporu
  - Fabrikaların güncel üretim durumlarıyla ilgili detaylı bilgiler
  - Oluklu mukavva ambalaj sektörüne ilişkin temel bilgiler ve öngörüler
  - Makroekonomik varsayımlar
  - TSKB tarafından 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla hazırlanan 18 Mart 2022 tarihli Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. İzmir Menderes Arsa gayrimenkul değerlendirme raporu
- Veri tabanları (Capital IQ, Oxford Economics, EMIS, KAP vb.) ve EY tarafından güvenilir olduğu varsayılan kamuya açık kaynaklar. Ancak bu kaynakların doğruluğu konusunda EY hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir.

### Mondi Olmuksan

- Mondi Olmuksan tarafından TFRS standartlarına uygun olarak hazırlanmış PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.'nin ve Drt Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 konsolide mali tabloları
- Mondi Olmuksan Yönetimi tarafından hazırlanan ve Mondi Corrugated B.V. Üst Yönetim Komitesi tarafından onaylanmış 1 Ocak 2022 – 31 Aralık 2027 dönemine ilişkin fiyat, hacim, maliyet, yatırım harcaması ve işletme sermayesi bilgilerini içeren detaylı konsolide iş planları
- Mondi Olmuksan Yönetimi tarafından sağlanan
  - Personel Sayısı
  - Kapasite Detayları
  - Ürün Bilgisi
  - RCB Türkiye Pazarı Perspektifi sunumu
  - OMUD 2020 Sektör Raporu
  - Fabrikaların güncel üretim durumlarıyla ilgili detaylı bilgiler
  - İzmir ve Marmara yatırımlarına ilişkin hazırlanmış Mondi Yönetim sunumları
  - Oluklu mukavva ambalaj sektörüne ilişkin temel bilgiler ve öngörüler
  - Makroekonomik Varsayımlar
  - TSKB tarafından 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla hazırlanan 7 Mart 2022 tarihli Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. Tekirdağ Çorlu Fabrikası gayrimenkul değerlendirme raporu
  - TSKB tarafından 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla hazırlanan 7 Mart 2022 tarihli Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. Edirne / Merkez 5 Adet Arsa gayrimenkul değerlendirme raporu
- Veri tabanları (Capital IQ, Oxford Economics, EMIS, KAP vb.) ve EY tarafından güvenilir olduğu varsayılan kamuya açık kaynaklar. Ancak bu kaynakların doğruluğu konusunda EY hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir.

## Ek VIII. Projede Çalışan Ekip Bilgileri

### Projede Çalışan Ekip Bilgileri

İsim	Şirket	Ünvan
Armand Schoonbrood	Mondi AG	Operasyondan Sorumlu Başkan (COO CrS)
Wolfgang Berger	Mondi AG	Finans Direktörü (Finance Director CorrP)
Nikolai Woltron	Mondi AG	Kurumsal Strateji ve İş Geliştirme Direktörü (Group Head of Corporate Development)
Bogi Reich	Mondi AG	Kurumsal Strateji ve İş Geliştirme Müdürü (Manager Group Corporate Development)
Thomas Scheuba	Mondi AG	Kurumsal Strateji ve İş Geliştirme Uzmanı (Associate Group Corporate Development)
Sebnem Güler	Mondi AG	Finansal Kontrol Direktörü (Head of Controlling CrS)
Tunc Cekinmez	Mondi AG	Finansal Kontrol Müdürü
Arzu Çakmak	Mondi AG	Hukuk Müşaviri (Legal Counsel)
Sevinç Yener	Mondi Tire Kutsan	Genel Müdür (CEO MTK)
Ayşe İlik	Mondi Tire Kutsan	Finans Direktörü (CFO MTK)
Taner Curca	Mondi Tire Kutsan	Finans Müdürü (Finance Manager)
Yılmaz Selçuk	Mondi Olmuksan	Genel Müdür (CEO MOL)
Selda Aksoy	Mondi Olmuksan	Finans Direktörü (CFO MOL)
Reyhan Altınay	Mondi Olmuksan	Finansal Kontrol Müdürü (Control Manager)

## Ek IX. Emsal Şirketlerin Temel Performans Göstergeleri

## Emsal Şirketlerin Temel Performans Göstergeleri

Emsal Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı	Şirket Değeri / FAVÖK 2021	FAVÖK Marjı 2021	Net İşletme Sermayesi /Satışlar (LTM)	Yatırım Harcamaları/Satışlar (5 Yıl Ort)
Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	Türkiye	%16,7	8,5x	%13,6	%11,4	%4,2
Mondi plc	Birleşik Krallık	%98,6	8,6x	%19,4	%10,8	%9,7
DS Smith Plc	Birleşik Krallık	%97,2	9,3x	%11,4	(%7,7)	%5,6
WestRock Company	ABD	%98,7	7,0x	%15,0	%11,1	%5,9
Smurfit Kappa Group Plc	İrlanda	%99,3	9,8x	%15,2	%5,5	%5,8
Packaging Corporation of America	ABD	%98,5	8,4x	%22,2	%15,7	%6,0
International Paper Company	ABD	%99,6	8,9x	%14,5	%9,0	%6,3
Stora Enso Oyj	Finlandiya	%78,0	9,6x	%16,0	%4,8	%6,7
<b>Medyan</b>		<b>%98,5</b>	<b>8,8x</b>	<b>%15,1</b>	<b>%9,9</b>	<b>%6,0</b>

Kaynak: Capital IQ

- Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S. Türkiye'de oluklu mukavva üretimi gerçekleştiren bir ambalaj şirkettir.
- Mondi plc. Avrupa, Kuzey Amerika, Afrika başta olmak üzere 30'dan fazla ülkede 100'den fazla üretim tesisi ile uluslararası alanda faaliyet gösteren entegre kağıt ve oluklu mukavva ambalaj üreticisi olup; Türkiye'de oluklu mukavva alanında, Mondi Tire Kutsan ve Mondi Olmuksan ile faaliyetlerini sürdürmektedir.
- DS Smith Plc İngiltere merkezli uluslararası alanda faaliyet gösteren oluklu mukavva ambalaj, kağıt ve yenilenebilir kağıt üreticisidir. Oluklu mukavva ambalaj üretiminde ham madde ihtiyacının belirli bir kısmını çatısında bulundurduğu kağıt üretimi gerçekleştirdiği fabrikalardan sağlamaktadır.
- WestRock Company ABD merkezli oluklu mukavva ambalaj üreticisidir. Şirket iştirakleri ile birlikte 5 farklı kıtada faaliyet göstermektedir.
- Smurfit Kappa Group Plc İrlanda merkezli Avrupa ve Amerika kıtasında faaliyet gösteren kağıt bazlı ambalaj üreticisidir.
- Packaging Corporation of America ABD merkezli kağıt ve oluklu mukavva ambalaj üreticisidir. Şirket ağırlıklı olarak faaliyetlerini Amerika'da sürdürmektedir.
- International Paper Company ABD merkezli uluslararası alanda faaliyet gösteren oluklu mukavva ambalaj üreticisidir.
- Stora Enso Oyj yenilenebilir çözümler alanında ağırlık gösteren Finlandiya merkezli oluklu mukavva ambalaj ve kağıt üreticisidir.

# Ek X. Operasyonel Olmayan Gayrimenkullere İlişkin Değerleme Sonuçları

Şirketler'in yatırım amaçlı gayrimenkul niteliğinde olan gayrimenkullere ilişkin 2022C67 Mondı Tire Menderes 1 Adet Arsa, 2022REV60 Mondı Olmuksan Edirne Merkez 5 Adet Arsa ve 2022REV59 Olmuksan Tekirdağ Çorlu Fabrika isimli gayrimenkul ekspertiz raporları TSKB tarafından 31 Aralık 2021 değerlendirilmiştir. İlgili gayrimenkul ve raporların detayları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır, ilgili rapor kesitleri ise altında paylaşılmıştır. Gayrimenkul ekspertiz raporlarında sağlanan verilerin doğruluğu EY tarafından bağımsız olarak doğrulanmamış olup bu verilerin doğruluğu ve bütünlüğüyle ilgili tarafımızca bir güvence verilmemektedir.

## Mondi Tire Kutsan

TL	
Değerlemeye Konu Olan Arsa	Menderes / İzmir
Ada Parsel	205 / 5
Değerlemeyi Yapan Şirket	TSKB
Rapor Tarihi	18.03.2022
Değerleme Tarihi	31.12.2021
<b>Defter Değeri</b>	<b>998.583</b>
<b>Değerleme Sonucu</b>	<b>18.980.000</b>

Kaynak: TSKB



Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş.  
TOKİ Mahallesi Hasan Tahsin Caddesi No:28 Tire/İzmir

Sayın Taner CURCA,

Talebiniz doğrultusunda Menderes'te konumlu olan "1 Adet Tarla"nın pazar değerine yönelik 2022C67 no.lu değerlendirme çalışması hazırlanmıştır. Değerleme konusu taşınmaz, 18.982,11 m<sup>2</sup> yüz ölçümüne sahiptir. Taşınmazın pazar değeri aşağıdaki gibi takdir edilmiştir. Takdir edilen değer, değerlendirilmez klan etkenler, varsayımlar ve kısıtlamalarla birlikte değerlendirilmiştir.

TAŞINMAZIN PAZAR DEĞERİ	
Değer Tarihi	31.12.2021
Pazar Değeri (KDV Hariç)	18.980.000 TL Onsekizmilyondokuzyüzealtmışbin-TL
Pazar Değeri (KDV Dahil)	22.396.400 TL Yirmikimilyonyüzdoksanaltıbindört-yüz-TL

Pazar değerinin tespitine yönelik olarak yapılan hesaplamalar, bilgiler ve açıklamalar rapor içeriğinde yer almaktadır. Pazar değerinin takdiri için yapılan analiz ve hesaplamalar RICS tarafından "Redbook"ta tanımlanan Değerleme Standartları ve Uluslararası Değerleme Standartları (IVS) ile uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Değerlemenin amacı ve kullanıcı bilgileri raporda açık bir şekilde belirtilmiş olup rapor, tarafınızla yapılan 25.02.2022 tarih, 524 no.lu sözleşmeye istinaden hazırlanmıştır. Raporun sözleşmede belirtilen değerlendirme amacı dışında ya da başka bir kullanıcı tarafından kullanılması mümkün değildir.

Bu çalışmada sizler ile birlikte iş birliği yapmaktan mutluluk duyuyoruz. Çalışmaya ilişkin herhangi bir sorunuz olması durumunda bizimle iletişime geçebilirsiniz.

Saygılarımızla,

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.

## Mondi Olmuksan

TL		
Değerlemeye Konu Olan Arsa	Merkez / Edirne 5 Adet Arsa	Çorlu / Tekirdağ
Ada Parsel	152 / 190, 193, 194, 243/1, 248/1	172 / 5
Değerlemeyi Yapan Şirket	TSKB	TSKB
Rapor Tarihi	07.03.2022	07.03.2022
Değerleme Tarihi	31.12.2021	31.12.2021
<b>Defter Değeri (*)</b>	<b>365.689</b>	<b>1.386.688</b>
<b>Değerleme Sonucu</b>	<b>17.440.000</b>	<b>74.420.000</b>

Kaynak: TSKB



Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi  
Esentepe Mh. Harman 1 Sok. Nidakule Levent Apt., No:7/9/54 Şişli / İstanbul

Sayın Selda ERTANCAN AKSOY,

Talebiniz doğrultusunda Tayakadın'da konumlu olan "5 Adet Arsa"nın toplam pazar değerine yönelik 2022REV60 no.lu değerlendirme çalışması hazırlanmıştır. Değerleme konusu taşınmazlar, toplam 83.219,34 m<sup>2</sup> yüz ölçümüne sahiptir. Taşınmazların pazar değeri aşağıdaki gibi takdir edilmiştir. Takdir edilen değer, değerlendirilmez klan etkenler, varsayımlar ve kısıtlamalarla birlikte değerlendirilmiştir.

TAŞINMAZLARIN TOPLAM PAZAR DEĞERİ	
Değer Tarihi	31.12.2021
Rapor Tarihi	07.03.2022
Pazar Değeri (KDV Hariç)*	17.440.000 TL Onyedimilyondört-yüz kırkbin-TL
Pazar Değeri (KDV Dahil)	20.579.200 TL Yirmimilyonbeşyüz yetmiş dokuz bin-yüz-TL

\*Değerleme çalışmasında Mondı Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi mülkiyetinde bulunan taşınmazların hisse değeridir.

Pazar değerinin tespitine yönelik olarak yapılan hesaplamalar, bilgiler ve açıklamalar rapor içeriğinde yer almaktadır. Pazar değerinin takdiri için yapılan analiz ve hesaplamalar RICS tarafından "Redbook"ta tanımlanan Değerleme Standartları ve Uluslararası Değerleme Standartları (IVS) ile uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Değerlemenin amacı ve kullanıcı bilgileri raporda açık bir şekilde belirtilmiş olup rapor, tarafınızla yapılan 01.02.2022 tarih, 234 no.lu sözleşmeye istinaden hazırlanmıştır. Raporun sözleşmede belirtilen değerlendirme amacı dışında ya da başka bir kullanıcı tarafından kullanılması mümkün değildir.

Bu çalışmada sizler ile birlikte iş birliği yapmaktan mutluluk duyuyoruz. Çalışmaya ilişkin herhangi bir sorunuz olması durumunda bizimle iletişime geçebilirsiniz.

Saygılarımızla,

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.



Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi  
Esentepe Mh. Harman 1 Sok. Nidakule Levent Apt., No:7/9/54 Şişli / İstanbul

Sayın Selda ERTANCAN AKSOY,

Talebiniz doğrultusunda Çorlu'da konumlu olan "Fabrika"nın pazar değerine yönelik 2022REV59 no.lu değerlendirme çalışması hazırlanmıştır. Değerleme konusu taşınmaz, 35.940,20 m<sup>2</sup> yüz ölçümüne sahip arsa üzerinde 14.640 m<sup>2</sup> brüt kapalı alandan oluşmaktadır. Taşınmazın pazar değeri aşağıdaki gibi takdir edilmiştir. Takdir edilen değer, değerlendirilmez klan etkenler, varsayımlar ve kısıtlamalarla birlikte değerlendirilmiştir.

TAŞINMAZIN PAZAR DEĞERİ	
Değer Tarihi	31.12.2021
Rapor Tarihi	07.03.2022
Pazar Değeri (KDV Hariç)	82.875.000 -TL Seksenkimilyonsekizyüz yetmişbin-TL
Pazar Değeri (KDV Dahil)	97.792.500 -TL Doksanyedimilyon yedi yüz doksan iki bin beş yüz-TL
Taşınmazın Mondı Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. Hisesine	74.420.000 -TL Yetmişdörtmilyondört-yüz kırkbin-TL
Düşen Değeri (KDV Hariç)	
Taşınmazın Mondı Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. Hisesine	87.815.600 -TL Seksenyedimilyonsekizyüz onbeş bin-altı-yüz-TL
Düşen Değeri (KDV Dahil)	

Pazar değerinin tespitine yönelik olarak yapılan hesaplamalar, bilgiler ve açıklamalar rapor içeriğinde yer almaktadır. Pazar değerinin takdiri için yapılan analiz ve hesaplamalar RICS tarafından "Redbook"ta tanımlanan Değerleme Standartları ve Uluslararası Değerleme Standartları (IVS) ile uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Değerlemenin amacı ve kullanıcı bilgileri raporda açık bir şekilde belirtilmiş olup rapor, tarafınızla yapılan 01.02.2022 tarih, 234 no.lu sözleşmeye istinaden hazırlanmıştır. Raporun sözleşmede belirtilen değerlendirme amacı dışında ya da başka bir kullanıcı tarafından kullanılması mümkün değildir.

Bu çalışmada sizler ile birlikte iş birliği yapmaktan mutluluk duyuyoruz. Çalışmaya ilişkin herhangi bir sorunuz olması durumunda bizimle iletişime geçebilirsiniz.

Saygılarımızla,

TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş.

## Ek XI. Kısaltmalar

Kısaltmalar			
'000	Bin	m <sup>2</sup>	Metrekare
20XXG	20XX yılında gerçekleşen	MTK / Mondi Tire Kutsan	Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş.
20XXT	20XX yılında öngörülen	Mondi	Mondi Corrugated B.V. Veya Mondi A.G.
ABD	Amerika Birleşik Devletleri	MOL / Mondi Olmuksan	Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş.
ABD Doları / ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri Doları	Müşteri Yönetimi / Şirketler'in Yönetimleri	Mondi Tire Kutsan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. Ve Mondi Olmuksan Kağıt ve Ambalaj Sanayi A.Ş. Yönetimi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	NİS	Net İşletme Sermayesi
BIST 50/100	Borsa İstanbul 50/100 Endeksi	OMUD	Oluklu Mukavva Sanayicileri Derneği
Değerleme Tarihi	31 Aralık 2021	Rapor	20 Nisan 2022 tarihli bu Uzman Kuruluş Raporu
EMIS	Emerging Markets Information System	RCB	Geri Dönüştürülmüş Oluklu Mukavva Kağıdı
EUR	Euro/ Avro	SGK	Türkiye Cumhuriyeti Sosyal Güvenlik Kurumu
Euromonitor	Euromonitor International Ltd.	SMM	Satılan Malın Maliyeti
EY	Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.	SPK veya Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
EY Avusturya	Ernst & Young Wirtschaftsprüfungsgesellschaft m.b.H.	ŞD	Şirket Değeri
FAVÖK	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar	ŞD/FAVÖK	Şirket Değeri / Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
GSYH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla	TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
İNA	İndirgenmiş Nakit Akışları	TL	Türk Lirası
İş planı	Müşteri Yönetimi tarafından hazırlanan iş planı	TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası
KDV	Katma Değer Vergisi	YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
m	Milyon		

## Ekler XII. Genel Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Koşullar

1. Bu Rapor'da beyan edilen olgu ve verilerin doğru olmadığına inanmamıza neden olacak hiç bir durum dikkatimizi çekmemiştir.
2. Değer önerilerinin hazırlanması ve burada tanımlanan sonuçların değerlendirilmesi, ilgili bilgiye ve tecrübeye sahip olduğumuza inandığımız ve kamuya kendimizi ilgili bilgi ve tecrübeye sahip olarak tanıttığımız genel değerlendirme uygulaması alanlarıdır. Sağlanan hizmetler ilgili bilgi birikimi ve tecrübe ile kısıtlıdır ve EY tarafından sağlanabilecek denetim, danışmanlık veya vergiyle ilgili hizmetleri içermemektedir. Bu kısıtlamaya rağmen, bu Rapor'da sunulan EY'in tavsiyeleri, alıcı veya herhangi başka bir vergi mükellefinin İç Vergi Kanunu'nun veya yerel veya bölgesel vergi kanunlarının öngördüğü cezalardan kaçınması amacını taşımamaktadır, bu amaçla yazılmamıştır ve bu amaçla kullanılamaz.
3. Söz konusu şirket ve varlıklar hakkında mülkiyet araştırması yapılmamıştır ve mal sahibinin beyan ettiği söz konusu şirket ve varlıklar üzerindeki hakkı geçerli sayılmıştır. EY'in hizmetlerinin varlık, mülk veya şirket payı analizini kapsadığı ölçüde, EY yasal tanım veya mülkiyet sorunları konusunda sorumluluk kabul etmemektedir ve çalışmalarında şu varsayımları kullanmıştır: (i) mülkiyet iyi durumda ve pazarlanabilir, (ii) geçici haciz veya borç bulunmamaktadır, (iii) ilgili tüm federal, eyalet, yerel ve milli düzenlemeler ve kanunlara (kullanım, çevre, imar kanunları ve benzeri kanunlar ve/veya düzenlemeler dahil herhangi bir sınırlama olmamak üzere) tamamen uyulmuştur ve (iv) EY'in çalışmalarında esas alınan varlıklara ilişkin lisanslar, iskan izinleri, onaylar veya herhangi bir federal, eyalet, yerel veya milli hükümetten, özel kişi veya organizasyondan teşrii veya idari yetki alınmıştır, alınabilir veya yenilenebilir.
4. Bu Rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmıştır ve başka hiçbir amaçla kullanılamaz. Bu Rapor veya herhangi bir bölümü kopyalanamaz ve reklam, halkla ilişkiler, haberler, satışlar veya herhangi bir diğer kamu (veya özel) medya yoluyla EY'in önceden yazılı kesin izni olmadan dağıtılamaz.
5. Buradaki piyasa değeri tavsiyeleri söz konusu varlıkların bu Rapor'da özellikle belirtilmiş olan değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacı taşımamaktadır. Piyasa şartlarındaki değişiklikler, değer önerilerinin belirtilen değerlendirme tarihindeki değerlerden önemli ölçüde farklı olmasına neden olabilir. Piyasa şartlarında değişiklikler olması veya mal sahibinin alıcıya söz konusu varlıkları burada belirtilen değerlere satamaması durumunda sorumluluk kabul etmemektedir.
6. TSPB genelgesindeki sorumluluklar saklı kalmak kaydıyla, Yönetim de dahil olmak üzere başkaları tarafından sunulan bilgiler için sorumluluk kabul edilmemektedir, söz konusu bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmaktadır.
7. Analizimiz sırasında, söz konusu şirket ve varlıkların yapısı, faaliyeti ve finansal performansı ile ilgili yazılı bilgi, sözlü bilgi ve/veya elektronik veriler tarafımıza sağlanmıştır. Analizlerimizde ve bu Rapor'un hazırlanmasında söz konusu bilgiler kullanılmıştır ve bu bilgilerin doğruluğuna ve eksiksizliğine ilişkin tarafımızca bağımsız bir denetim veya tasdik çalışması gerçekleştirilmemiştir.
8. Değerlememizde kullanılan bazı geçmiş finansal veriler denetimden geçmiş ve/veya geçmemiş finansal tablolardan alınmıştır ve Müşteri Yönetimi'nin sorumluluğundadır. Finansal tablolar, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri gereğince ilgili açıklamalar içerebilmektedir. Bu verilerin doğruluğu ve eksiksizliği tarafımızca bağımsız olarak tasdik edilmemiştir ve bu bilgilerle ilgili tarafımızca fikir beyan edilmemektedir. Bu verilerin doğruluğu veya eksiksizliğine ilişkin herhangi bir şekilde güvence sunulmamaktadır.

## Ekler XII. Genel Varsayımlar ve Kısıtlayıcı Koşullar

9. Rapor'da bulunan nakit akışı tahminleri sadece değerlendirme analizinde kullanılmak üzere oluşturulmuştur ve gelecekteki faaliyetlerin tahmini veya projeksiyonu için kullanılmamalıdır. İlişikteki nakit akışı verileriyle ilgili bir inceleme veya derleme veya American Institute of Certified Public Accountants tarafından öngörülen standartlar çerçevesinde, üzerinde mutabık kalınan bir prosedürler sözleşmesi yapmış bulunmamaktayız ve dolayısıyla, TSPB genelgesindeki sorumluluk saklı kalmak kaydıyla, ilişikteki nakit akımı verileri ile ilgili varsayımlar hakkında fikir veya herhangi bir şekilde güvence sunulmamaktadır. Ayrıca, olaylar ve şartların sıklıkla beklendiği gibi gerçekleşmemesinden dolayı beklentiler ile gerçekleşenler arasında farklılıklar olabilmektedir ve bu farklılıklar önemli boyutta olabilmektedir.
10. Müşteri Yönetimi'nin sorumluluğunda olan herhangi bir finansal karar veya vergi raporlama kararı için sorumluluk kabul etmemekteyiz. Anlayışımıza göre, çalışmamıza konu olan varlıklarla ilgili herhangi bir finansal tablo ve vergi raporlama ve Rapor'un nihai kullanımıyla ilgili sorumluluk yönetime aittir.
11. EY daha önce bir anlaşma yapılmadığı sürece söz konusu varlıklar, mülkler veya şirket payları ile ilgili ek bir çalışma veya hizmet sunmak veya tanıklıkta bulunmak veya mahkemede hazır bulunmak veya hizmetleriyle ilgili herhangi bir Rapor'u, öneriyi, analizi, sonucu veya başka bir dokümanı herhangi bir olay veya durum için güncellemek durumunda değildir.
12. Sahtekarlık ve suistimal düzenlemeleri ve kanunlarına göre neyin ihlal teşkil edebileceği hakkında bir tespit yapmış bulunmamaktayız. Şirketler, bu tespit için hukuk danışmanına danışmalıdır.
13. Çalışmamız, yerel veya genel finansal pazarda veya ekonomik koşullarda beklenmeyen keskin yükseliş veya düşüşlerin veya teknolojik değişimlerin muhtemel etkilerini içermemektedir.
14. Projeksiyon dönemindeki finansal ve operasyonel beklentileri içeren öngörüler, Müşteri Yönetimi tarafından sağlanmış ve bunu teyit eden imzalı Temsil Mektubu Şirketler Yönetimi tarafından EY'a nihai Uzman Kuruluş Raporu'nun sunulması ile birlikte sağlanacaktır.
15. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarihli 2019/19 sayılı genelgenin F (Duyuru ve İlke Kararları) bölümünde belirtilen değerlendirme hizmeti yapabilme niteliklerine sahip olduğumuzu beyan ederiz.
16. Değerleme çalışmasını gerçekleştiren ekibimiz değerlemeyi bütün yönleriyle yürütebilecek gerekli tüm teknik nitelik, deneyim ve bilgiye sahiptir ve genelgenin bağımsızlık ilkelerine uymaktadır.



## EY | Assurance | Tax | Strategy and Transactions | Consulting

### EY Hakkında

EY bağımsız denetim, vergi, strateji, kurumsal finansman ve danışmanlık hizmetlerinde bir dünya lideridir. Anlayışımız ve kaliteli hizmetlerimiz dünya ekonomisi ve sermaye piyasalarında güvenin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. EY, güçlü yönetim ekibiyle tüm paydaş gruplarına verdiği sözleri yerine getirmekte ve bu şekilde çalışanları, müşterileri ve içinde yer aldığı diğer çevreler için daha iyi bir çalışma hayatı oluşturulmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

EY adı küresel organizasyonu temsil eder ve Ernst & Young Global Limited'in her biri ayrı birer tüzel kişiliğe sahip olan, bir veya daha çok, üye firmasını temsil edebilir. Sınırlı sorumlu bir Birleşik Krallık şirketi olan Ernst & Young Global Limited müşteri hizmeti sunmamaktadır. Kişisel Verileri Koruma Kanunu (KVKK) kapsamında; EY'in kişisel verileri nasıl topladığı, kullandığı ve bireylerin sahip olduğu haklara dair bilgilere [ey.com/tr\\_tr/privacy-statement](https://www.ey.com/tr_tr/privacy-statement) adresinden ulaşabilirsiniz. Daha fazla bilgi için lütfen [ey.com](https://www.ey.com) adresini ziyaret edin.

© 2022 EY Türkiye.

Tüm Hakları Saklıdır.

[ey.com/tr](https://www.ey.com/tr)  
[vergidegundem.com](https://www.vergidegundem.com)  
[facebook.com/ErnstYoungTurkiye](https://facebook.com/ErnstYoungTurkiye)  
[instagram.com/eyturkiye](https://instagram.com/eyturkiye)  
[twitter.com/EY\\_Turkiye](https://twitter.com/EY_Turkiye)

