

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 Öz saran 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.

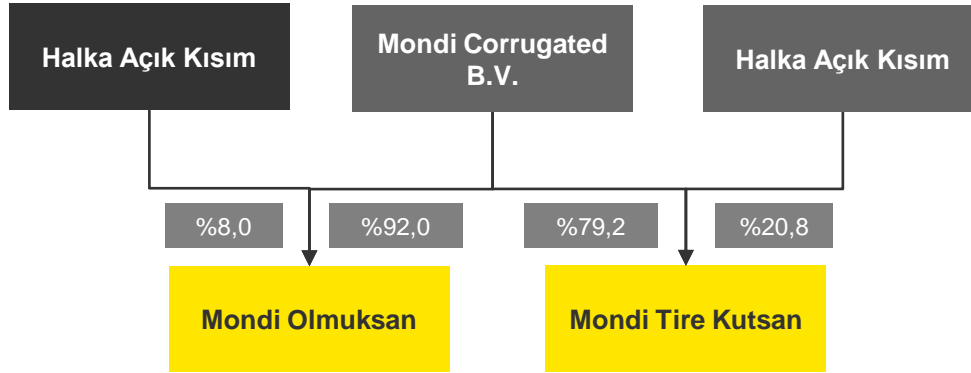
Hazırlamış olduğumuz değerlendirme danışmanlık çalışmasında yer alan proje ekibi gerekli tüm teknik yeterliliğe, deneyime ve bilgiye sahiptir, gerekli mesleki özeni göstermiştir ve proje ekibimiz tüm bağımsızlık ilkelerine uyduğunu beyan etmektedir.

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

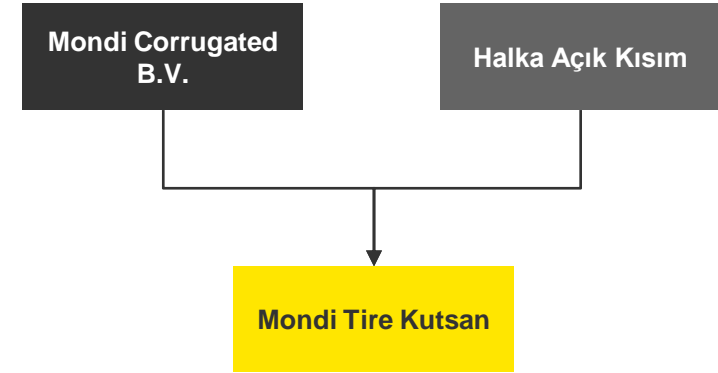
Çalışmalarımızda, Şirketler'in Yönetimleri tarafından tarafımıza sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Şirketler'in tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Ayrıca çalışma sonuçlarının adil ve makul 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 yansıtmaları 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 yansıtmaları 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 yansıtmaları 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

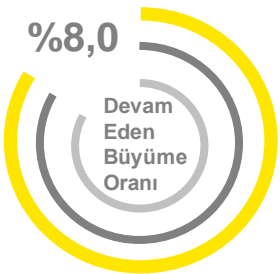
# 4 Değerleme Sonuçları ve Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

## 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.

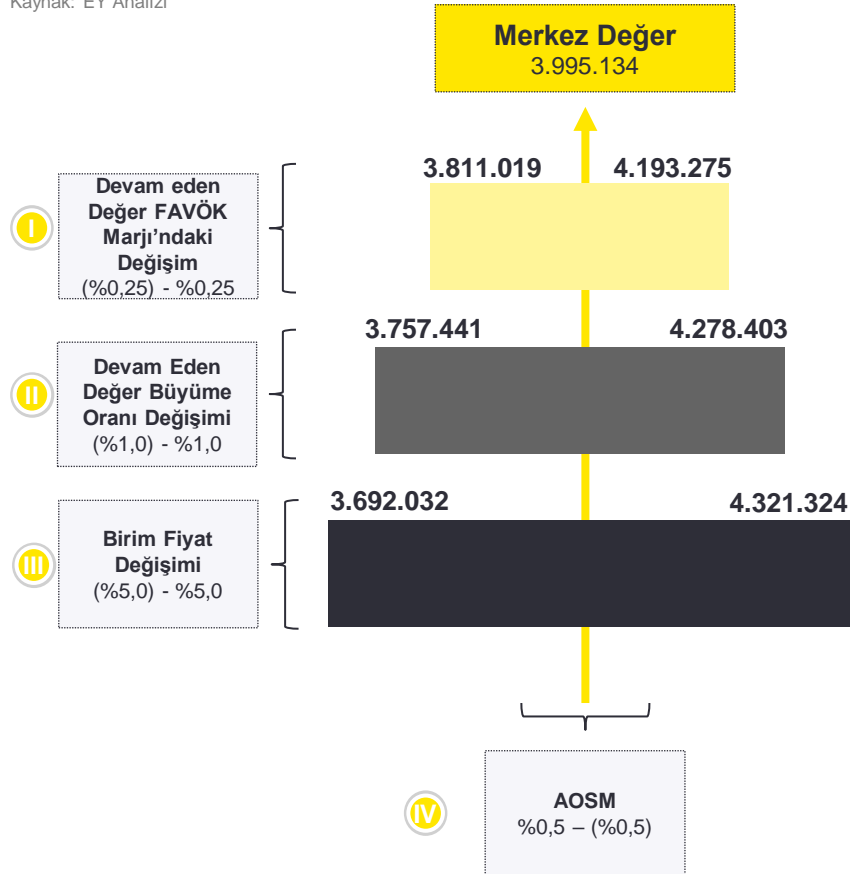


## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Değerleme Sonuçları

## 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

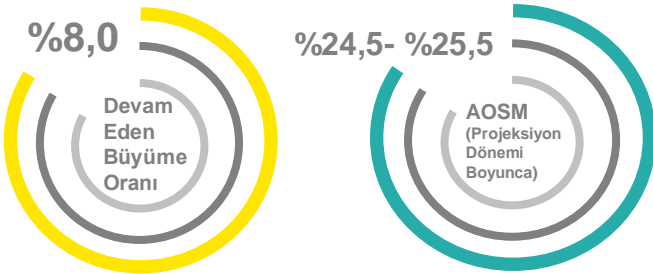
Gelir tahminlerini etkileyen iki ana faktörden biri olan birim fiyat değişimi üzerine duyarlılık analizi gerçekleştirilmiştir.

## 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>	<i>%118,9</i>	<i>%44,3</i>	<i>%30,6</i>	<i>%15,9</i>	<i>%13,9</i>	<i>%12,5</i>	<i>%8,0</i>
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>	<i>%10,2</i>	<i>%10,5</i>	<i>%11,2</i>	<i>%11,4</i>	<i>%11,7</i>	<i>%11,9</i>	<i>%11,9</i>
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>	<i>%9,4</i>	<i>%9,6</i>	<i>%10,1</i>	<i>%10,3</i>	<i>%10,6</i>	<i>%10,9</i>	<i>%11,0</i>
Vergi	(24.975)	-	-	(162.433)	(246.717)	(286.797)	(344.749)
<i>Vergi Oranı % (**)</i>	<i>%5,1</i>	<i>%0,0</i>	<i>%0,0</i>	<i>%14,0</i>	<i>%18,1</i>	<i>%18,3</i>	<i>%20,0</i>
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.

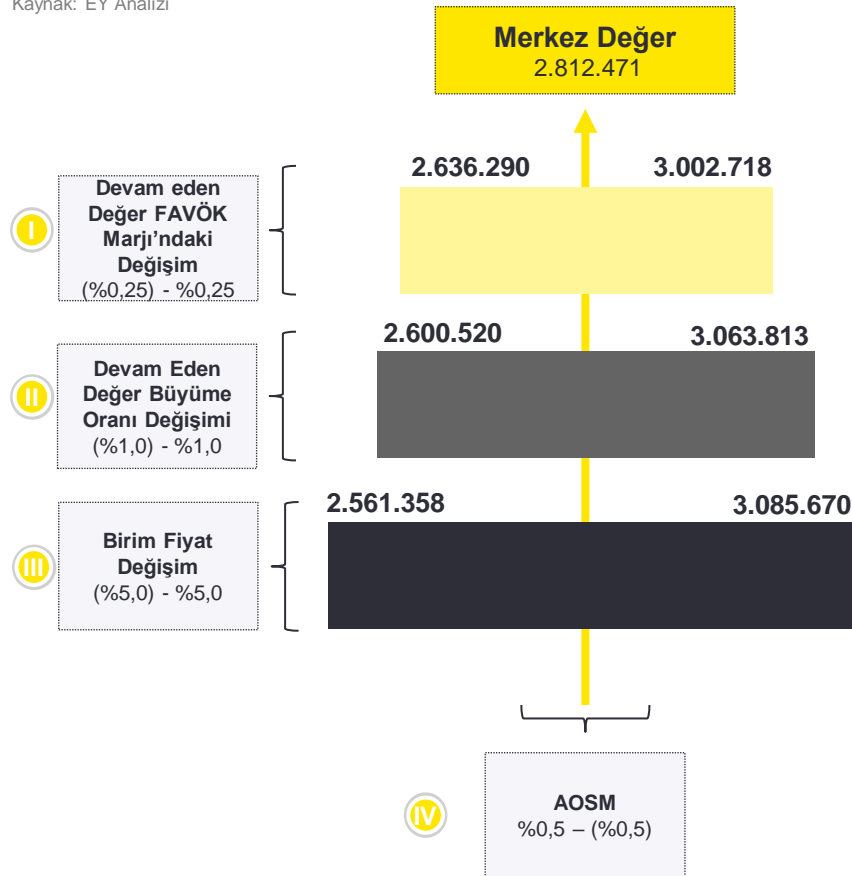
(\*\*) MOL'ün sermaye artışı ve yatırım teşvikleri doğrultusunda hesaplanan efektif vergi oranı kullanılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi Değerleme Sonuçları

## Duyarlılık Analizi Sonuçları – Mondı 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

Mondı 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

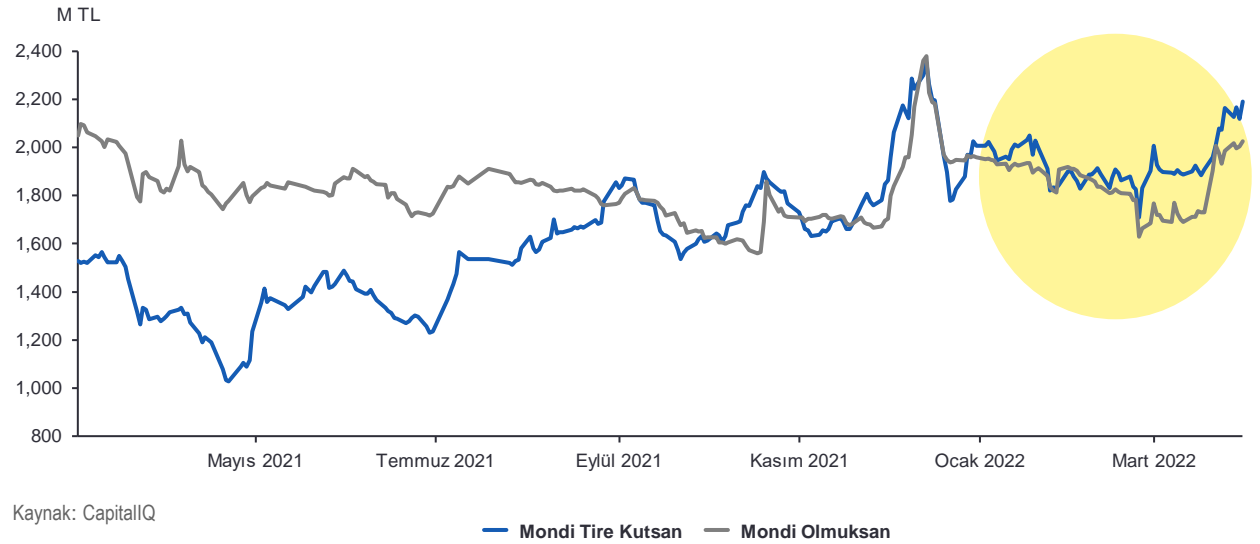
31 Mart 2022 tarihi itibarıyla

## 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.

## Benzer İşlemler Değerleme Sonuçları

## 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.

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

