

TEZOL Toplantı Notu

Şirket Hakkında

Europap Tezol, temizlik kağıtları sektöründe faaliyet gösteren ve jumbo bobin üretimi ile konverting operasyonlarını entegre şekilde yürüten bir üreticidir. Şirket, 2001 yılında İzmir Bayraklı'da konverting tesisiyle faaliyetlerine başlamış, 2004 yılında İzmir Torbalı'daki entegre tesis yatırımıyla jumbo bobin üretimine geçmiştir. 2008, 2016 ve 2023 yıllarında gerçekleştirdiği kapasite yatırımlarıyla üretim kapasitesini artıran şirketin İzmir'de iki, Mersin'de iki olmak üzere toplam dört kağıt üretim fabrikası bulunmaktadır. Söz konusu fabrikalarda temel olarak hammaddeden yarı mamul niteliğindeki büyük bobinler üretilmekte, ardından bu bobinler converting hatlarında tüketicinin kullanımına hazır bitmiş ürünlere dönüştürülmektedir.

Şirket; peçete, tuvalet kağıdı ve kağıt havlu başta olmak üzere temizlik kağıdı ürünleri üretmekte, ürünlerini yurt içi ve yurt dışı pazarlara sunmaktadır. Üretim tesislerinde selülozlu üretime ek olarak, deinking olarak adlandırılan ve geri dönüştürülmüş atık kâğıttaki mürekkep ve diğer yabancı maddelerin ayrıştırılmasını sağlayan süreç kullanılarak geri dönüştürülmüş kâğıt üretimi gerçekleştirilmektedir.

Sektör Yapısı

Türkiye'de hammaddeden bitmiş ürüne kadar entegre üretim gerçekleştirebilen yaklaşık 11 temizlik kağıdı üreticisi bulunmakta ve şirket bu üreticiler arasında büyüklük açısından orta sıralarda yer almaktadır.

Türkiye'de temizlik kağıtları sektörünün toplam üretim kapasitesi 2025 yılında yaklaşık 1,5 milyon ton olurken, gerçekleşen üretim 1,2 milyon ton seviyesinde olmuştur; yurt içi tüketim ise yaklaşık 750 bin ton civarındadır. Şirket, toplam üretim kapasitesinin yaklaşık %10'unu oluşturmaktadır ve toplam teorik kapasitesi yaklaşık 142 bin ton seviyesindedir. Ülke genelinde, yurt içi talebin mevcut kapasitenin altında kalması nedeniyle üretimin önemli bir bölümü ihracata yönlendirilmekte; ihracat hem yarı mamul jumbo bobin (büyük rulo halindeki kağıt) hem de bitmiş ürün (tuvalet kağıdı, kağıt havlu ve peçete) şeklinde gerçekleştirilmektedir. Europap Tezol'da da benzer bir üretim ve satış dengesi bulunduğu görülmektedir.

Sektörün üretim altyapısı, özellikle son 20 yılda gerçekleştirilen yatırımların etkisiyle teknolojik açıdan gelişmiş bir yapı sergilemektedir. Temizlik kağıtları, tuvalet kağıdı, kağıt havlu ve peçete gibi temel ihtiyaç ürünlerinden oluşması nedeniyle ekonomik dalgalanmalara görece dayanıklı bir talep yapısına sahiptir. Bununla birlikte, ekonomik koşulların zayıfladığı dönemlerde tüketicilerin daha uygun fiyatlı ürünlere yönelmesi, özellikle markalı ve/veya fiyatı yüksek ürünler üzerindeki fiyatlamaya baskısını artırabilmektedir.

Sektördeki temel risklerden biri, Türkiye ve küresel ölçekte kapasite artışının devam etmesidir. Türkiye'de kapasite artışının tüketim artışının üzerinde seyretmesi, üreticilerin ihracat pazarlarına olan bağımlılığını artırırken, artan arz rekabeti fiyatlamaya üzerinde baskı yaratabilmektedir. Buna karşılık, sektörün büyümeyi sürdürmesi ve özellikle özel markalı (private label) ürünlerin yaygınlaşması, talep tarafını destekleyen unsurlar arasında yer almaktadır.

Ürünlerin giderek daha fazla standartlaşması ve birbirine benzer hale gelmesi, üreticilerin katma değer yaratma ve marka kaynaklı fiyat primi elde etme imkanını sınırlamaktadır. Tüketicilerin marka farklılaştırmasına verdiği önemin görece düşük olması da markalı ürünlerde fiyatlamaya gücünü baskılayan bir diğer unsur olarak öne çıkmaktadır.

Europap Tezol Kağıt

Hisse Detayları	
Bloomberg Kodu	TEZOL TI
Hisse Fiyatı, TL	7,39
Fiili Dolaşım Oranı	23,79%
Piyasa Değeri, milyon TL	3,695
Piyasa Değeri, milyon ABD doları	76
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0,00%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0,02%
Yabancı Yatırımcı Oranı	0,33%
Emeklilik Fonları Oranı	0,00%
Yatırım Fonları Oranı	0,00%

Kaynak: Matrics, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 30/09/2026 itibarıyla

Finansallar, mın TL, TMS 29 Uygulanmış	2Ç25	2Ç26	6A25	6A26
Gelirler	1,766	1,442	3,521	3,055
Brüt Kâr	253	97	531	277
Brüt Kâr Marjı	14,3%	6,8%	15,1%	9,1%
FAVÖK	178	37	396	132
FAVÖK Marjı	10,1%	2,6%	11,2%	4,3%
Net Kâr	241	19	152	-106
Net Kâr Marjı	13,7%	1,3%	4,3%	-3,5%
Net Borç	-839	-1,049	-839	-1,049

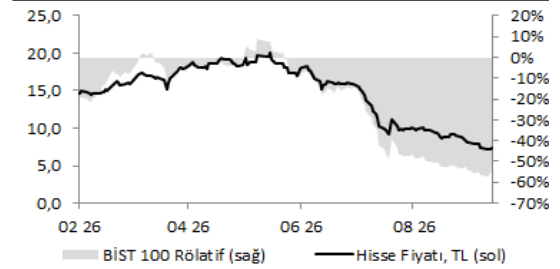
Piyasa Çarpanları	2024	2025	Son
F/K	29,7	39,7	a.d.
PD/DD	0,9	1,2	0,5
FD/FAVÖK	8,2	12,1	7,9

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Şükrü Erhan Tezol	147	29,3%
Mehmet Ersin Tezol	147	29,3%
Diğer	122	24,4%
Müge Kuşcu	32	6,5%
Mine Makbule Kuşcu	32	6,3%
Emine Nesrin Tezol	16	3,1%
Hisse Geri Alım	5	1,1%
Toplam	500	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	-21,0%	-51,4%	-56,3%	-49,0%
Rölatif	-5,2%	-42,5%	-53,2%	-53,0%
Ort. İşlem Hacmi milyon \$	0,6	1,2	1,7	1,5

Kaynak: BIST, Finnet

Nazlı Tuna Akar
tuna.akar@phillip.com.tr

Hammadde Yapısı

Temel hammadde selüloz olmakla birlikte, şirketin sektördeki farklılaşma unsurlarından biri geri dönüştürülmüş atık kağıt kullanabilme esnekliğidir. Türkiye’de geri dönüştürülmüş kağıttan temizlik kağıdı üretebilen firma sayısının sınırlı olması, Tezol’un bu alandaki üretim kabiliyetini farklılaştıran unsurlardan biri olarak değerlendirilebilir.

Selülozun Türkiye’de üretilmemesi nedeniyle sektör üreticileri ihtiyaçlarının önemli bölümünü yurt dışından karşılamaktadır. Şirketin ise selüloza alternatif olarak geri dönüştürülmüş kağıt kullanabilmesi, hammadde tedarikinde esneklik sağlamaktadır. Geri dönüştürülmüş kağıdın büyük ölçüde yurt içinden ve TL bazında temin edilmesi, şirketin döviz bazlı hammadde maliyetlerine olan bağımlılığını azaltan bir unsurdur.

Selüloz, temel olarak uzun elyaf ve kısa elyaf olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Uzun elyaf kağıda mukavemet sağlarken, kısa elyaf yumuşaklık ve emicilik özelliklerini desteklemektedir. Uzun elyaf üretiminde Kuzey Yarımküre’deki, kısa elyaf üretiminde ise Güney Yarımküre’deki ağaç türleri kullanılmaktadır. Uzun elyaf selüloz kısa elyafa kıyasla daha yüksek fiyatlıdır; iki ürün arasındaki fiyat farkı dönemsel olarak değişebilmektedir.

Geri dönüştürülmüş kağıt, kullanılmış kağıtların toplanarak yeniden üretim sürecine kazandırılmasıyla elde edilmektedir. Geri dönüştürülmüş kağıt fiyatları ile selüloz fiyatları arasında genel olarak aynı yönde bir hareket görülse de, ilişki birebir değildir. Geri dönüştürülmüş kağıt fiyatlarında arz-talep dengesi daha belirleyici olurken, ambalaj sektöründen gelebilecek ek talep de fiyatlar üzerinde yukarı yönlü baskı yaratabilmektedir.

Türkiye’de geri dönüştürülmüş kağıt bazlı temizlik ürünlerinin kullanımının henüz sınırlı olmasına karşın, yurt dışı pazarlarda bu ürünlere yönelik talep daha güçlüdür. Bu durum, geri dönüştürülmüş kağıt bazlı ürünlerde ihracat odaklı büyüme alanı yaratırken, şirketin ihracat portföyünde hem selüloz bazlı hem de geri dönüştürülmüş kağıt bazlı bobinler yer almaktadır.

Maliyet ve Fiyatlama Dinamikleri

Temizlik kağıtlarının hızlı tüketim ürünleri (FMCG) kapsamında yer alması ve satışların zincir mağazalar ve bayiler üzerinden gerçekleşmesi nedeniyle maliyet değişimlerinin satış fiyatlarına yansımaları zaman almaktadır. Genel olarak maliyet değişimleri ile satış fiyatları arasında piyasa koşullarına bağlı olarak değişebilen bir gecikme söz konusu olabilmektedir.

Şirketin temizlik kağıdı üretiminde en önemli enerji girdisi elektrik olurken, doğalgaz ve sınırlı miktarda kömür de kullanılmaktadır. Üretimin özellikle kağıt üretimi aşaması yüksek elektrik tüketimi gerektirmektedir. Enerji maliyetlerinin toplam üretim maliyetleri içindeki ağırlığı, diğer maliyet kalemlerindeki değişimlere bağlı olarak dönemsel farklılık gösterebilmektedir.

Finansal Görünüm

Şirket ikinci çeyrekte yıllık bazda %18 düşüşle 1,44 milyar TL ciro, yıllık %79 düşüşle 37 milyon TL FAVÖK ve yıllık %92 düşüşle 19 milyon TL net kâr açıklamıştır.

Cirodaki gerilemede, yurt içinde artan kapasite ve yoğun rekabetin fiyatlama gücünü sınırlandırması ile yurt dışı pazarlarda Çin kaynaklı rekabet baskısı etkili olmuştur. Küresel ticarete artan korumacılık ve tarifeler ihracat pazarlarında rekabet koşullarını zorlaştırırken, Çin’in agresif fiyatlaması satış fiyatlarında yukarı yönlü hareket alanını daraltmıştır. Diğer yandan şirketin yüksek ihracat payı nedeniyle kur hareketleri de ciro performansında etkili olurken, döviz kurlarındaki artışın enflasyonun altında kalması ihracat gelirlerinin TL bazında büyümesini sınırlamıştır.

İkinci çeyrekte zayıf operasyonel kârlılık ile birlikte net parasal pozisyon kaybının artması (yıllık %231) ve net finansman gelirlerinde iyileşme görülmemesi net kârı baskılamıştır.

Şirket Haziran 2026 itibarıyla 1,05 milyar TL net nakit pozisyonundadır (Mart 2026: 1,34 mİr TL net nakit). İkinci çeyrekte gerçekleştirilen kâr payı ödemesi, nakit pozisyonundaki gerilemede etkili olmuştur.

PhillipCapital Türkiye Değerlendirmesi

Temizlik kağıdı sektöründe selüloz maliyetleri, artan yurt dışı rekabet, Çin kaynaklı fiyat baskısı, jeopolitik gelişmeler ve küresel ticaretteki belirsizlikler nedeniyle zorlu faaliyet koşullarının devam edeceğini düşünüyoruz. Mevcut koşullar altında yılın ikinci yarısının ilk yarıya benzer bir görünüm sergilemesini öngörüyoruz. Küresel ekonomik ve ticari koşulların yılın geri kalanında şirketin operasyonel performansı üzerinde belirleyici olmaya devam etmesini bekliyoruz. İhracat tarafındaki mevcut talep görünümünün gelirleri desteklemesini beklemekle birlikte, rekabet baskısı ve maliyet koşullarında kısa vadede belirgin bir iyileşme öngörmüyoruz. Orta-uzun vadede ise fiyatlama koşullarının iyileşmesi, ihracat pazarlarında rekabetin daha dengeli hale gelmesi ve hammadde maliyetlerinin daha öngörülebilir olması halinde kârlılık görünümünde toparlanma alanı oluşabileceğini düşünüyoruz.

Şirket 2026 tahminlerimize göre 7,0x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görmektedir.

Gelir Tablosu	2Ç25	1Ç26	2Ç26	Yıllık %	Çeyreklik %
Net Satışlar	1,766	1,614	1,442	-18,4%	-10,7%
Brüt Kâr	253	180	97	-61,5%	-45,7%
Brüt Kâr Marjı	14,3%	11,1%	6,8%	-7,6 bp	-4,4 bp
FAVÖK	178	95	37	-79,2%	-61,0%
FAVÖK Marjı	10,1%	5,9%	2,6%	-7,5 bp	-3,3 bp
Net Kâr	241	-125	19	-92,0%	a.d.
Net Kâr Marjı	13,7%	-7,8%	1,3%	-12,3 bp	a.d.

Bilanço	2Ç25	1Ç26	2Ç26	Yıllık %	Çeyreklik %
Nakit ve benzerleri	1,318	1,599	1,281	-2,8%	-19,9%
Ticari alacaklar	1,416	1,224	1,201	-15,2%	-1,8%
Stoklar	1,434	1,154	975	-32,0%	-15,5%
Maddi duran varlıklar	4,313	4,164	4,181	-3,1%	0,4%
Maddi olmayan duran varlıklar	7,1	4,4	3,0	-57,4%	-31,3%
Toplam varlıklar	9,087	8,619	8,118	-10,7%	-5,8%
Kısa vadeli borçlanmalar	1,426	1,189	1,006	-29,4%	-15,4%
Uzun vadeli borçlanmalar	571	442	328	-42,6%	-25,9%
Toplam yükümlülükler	1,997	1,699	1,334	-33,2%	-21,5%
Özkaynaklar (Ana Ortaklık)	7,090	6,987	6,784	-4,3%	-2,9%
Toplam kaynaklar	9,087	8,619	8,118	-10,7%	-5,8%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 30/09/2026 itibarıyla

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.