



KONYA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

SERMAYE PİYASASI KURULU
VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞ'İNİN 29. MADDESİ 4. FIKRASI
GEREĞİNCE HAZIRLANAN "HALKA ARZ FİYATINA İLİŞKİN
DEĞERLENDİRME RAPORU - I"

25.05.2022

İÇİNDEKİLER



1. Raporun Konusu, Gerekçesi ve Amacı:.....	3
2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi.....	3
3. Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Yöntemler.....	4
4. Halka Arz Sonuçları.....	4
5. Halka Arz Sonrası Tahmin ve Gerçekleşme Verileri	5
6. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyata Etki Eden Faktörler	7

1. Raporun Konusu, Gerekçesi ve Amacı

Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Konya Kağıt" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca halka arz fiyatının belirlenmesi için tarafımızca hazırlanan Fiyat Tespit Raporu ("FTR") 14.11.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu ("KAP")'nda yayımlanmış ve Şirket payları 26.11.2021 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/4 Maddesi gereğince Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan işbu rapor FTR'de esas alınan halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 31.03.2022 tarihine kadar oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeler içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler tavsiye niteliği taşımamaktadır.

Açıklamalar:

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 ("Tebliğ") 29. Madde 4. fıkrası uyarınca;

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 4. Fıkrası uyarınca; *"Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İkidenden fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur".*

İşbu rapor bu yükümlülük kapsamında hazırlanmıştır.

2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi

Şirket'in 390.000.000 TL tutarındaki kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, 130.000.000 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin, Şirket'in mevcut ortaklarından Bera Holding A.Ş.'nin sahip olduğu 26.000.000 TL nominal değerli sermayeyi temsil eden payların 6,95 TL sabit fiyattan halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.11.2021 tarih ve 59/1670 sayılı toplantısında onaylanmıştır. Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 6,95 TL sabit fiyattan Borsa dışında talep toplama işlemleri 18 - 19 Kasım 2021 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Şirket 180.700.000 TL brüt halka arz geliri elde etmiştir. Halka arz aşamasında 5,9 milyon TL halka arz maliyeti oluşmuş olup net halka arz geliri 174,8 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

3. Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzında hazırlanmış olan ve 14.11.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan fiyat tespit raporunda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

2018 – 2021/2Ç dönemini kapsayan bilanço ve gelir tablosu, diğer şirket bilgileri ve beklentileri ışığında analiz edilmiş, 2021 – 2031 yılları için projekte edilmiştir.

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Değerleme Yöntemleri (milyon TL)	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi	1.064,3	50,00%	532,1
Piyasa Çarpan Analizi			
Piyasa Çarpanı Yaklaşımı – Benzer İşlem Çarpanları (Yurtdışı)	952,7	12,50%	119,1
Piyasa Yaklaşımı- Benzer İşlem Gören Şirketler (Yurtdışı)	1.403,0	12,50%	175,4
Piyasa Yaklaşımı – BIST 100 Endeksi	764,5	12,50%	95,6
Piyasa Yaklaşımı - BIST Kağıt Endeksi	1.781,0	12,50%	222,6
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100,00%		1.144,8

Şirketin değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup 1.144,8 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Sermayesi 130.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri iskonto öncesi 8,81 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %21,08 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 903,5 milyon TL, pay başına değer ise 6,95 TL olarak hesaplanmıştır.

4. Halka Arz Sonuçları

18 - 19 Kasım 2021 tarihlerinde Konya Kağıt paylarının halka arzı "Sabit Fiyatla Talep Toplama" yöntemiyle gerçekleştirilmiştir. Halka arzda birim fiyat 6,95 TL olarak açıklanmış olup, halka arz edilen 26.000.000 TL nominal değerli payların satışı gerçekleşmiştir. Halka arz işlemi için gelen talep, halka arz tahsisatı ve dağıtım bilgisi yatırımcı grubu bazında aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Nominal Değer (TL)	Oranı	Yatırımcı Sayısı	Nominal Değer (TL)	Oranı	Yatırımcı Sayısı	Nominal Değer (TL)	Oranı
Yurtiçi Bireysel	7.800.000	30,0%	52.800	19.423.455	16,9%	51.364	7.800.000	30,0%
Yüksek Başvuru	7.800.000	30,0%	3.913	58.969.162	51,3%	3.828	7.800.000	30,0%
Yurtiçi Kurumsal	7.800.000	30,0%	45	36.641.278	31,9%	45	10.400.000	40,0%
Yurtdışı Kurumsal	2.600.000	10,0%	0	0	0,0%	0	0	0,0%
Toplam	26.000.000	100,0%	56.758	115.033.895	100,0%	55.237	26.000.000	100,0%

5. Halka Arz Sonrası Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Şirket, paylarının 26.11.2021 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2021 yıl sonu ve 2022 ilk çeyrek finansal verilerini açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolarına ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Bilanço

	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.03.2022
Bilanço (TL)				
Dönen Varlıklar	321.407.061	265.796.354	504.135.382	652.750.164
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.433.195	66.996.536	239.316.437	253.051.185
Ticari Alacaklar	37.874.945	70.501.318	145.186.316	170.649.453
Diğer Alacaklar	155.913.348	3.249.341	301.801	5.365.155
Stoklar	86.260.227	106.328.753	99.305.995	193.452.902
Peşin Ödenmiş Giderler	3.664.080	4.413.461	6.586.390	4.659.811
Diğer Dönen Varlıklar	11.261.266	14.306.945	13.438.443	25.571.658
Duran Varlıklar	567.540.310	725.412.610	983.189.147	982.382.626
Finansal Yatırımlar	112.907.744	68.493.225	37.603.363	39.349.649
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	108.825.831	161.296.366	246.969.015	256.142.200
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	202.041.045	323.645.521	459.352.464	447.523.164
Maddi Duran Varlıklar	134.853.530	167.626.142	227.915.240	227.840.382
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	437.201	447.895	382.050	411.964
Kullanım Hakkı Varlıkları	147.972	88.784	765.682	696.075
Ertelenmiş Vergi Varlığı	8.326.987	3.814.677	10.201.333	10.419.192
TOPLAM VARLIKLAR	888.947.371	991.208.964	1.487.324.529	1.635.132.790
Kısa Vadeli Yükümlülükler	162.129.746	75.838.803	163.996.156	177.531.848
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28.154.689	1.659.872	8.527.291	14.312.457
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	38.109.014	45.092.390	36.353.105	37.870.718
Diğer Finansal Yükümlülükler	98.145	237.809	245.971	245.971
Ticari Borçlar	15.557.295	14.897.904	46.781.775	45.068.810
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.794.825	3.289.790	4.067.500	6.077.081
Diğer Borçlar	62.101.943	298.375	1.323.398	677.485
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	658.015	2.708.871	32.045.536	37.867.550
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.887.431	1.960.486	2.912.989	2.969.243
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12.768.389	5.693.306	31.738.591	32.442.533
Uzun Vadeli Yükümlülükler	147.818.227	126.021.697	128.242.023	117.486.447
Uzun Vadeli Borçlanmalar	102.312.311	64.578.894	37.128.228	26.677.360
Diğer Finansal Yükümlülükler	16.849	16.849	507.864	372.955
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.530.422	9.640.833	18.280.002	22.025.316
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	37.958.645	51.785.121	72.325.929	68.410.816
Özkaynaklar	578.999.398	789.348.464	1.195.086.350	1.340.114.495
Ödenmiş Sermaye	130.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	169.256.925	169.256.925	169.256.925	169.256.925
Ortak Kontrolde Tabi İşletmeleri İçeren Birleşme Kapsamında Oluşan Paylara İlişkin Primler	0	13.093.563	13.093.563	13.093.563
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	267.022.475	250.895.092	302.128.056	302.115.013
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(1.769.021)	8.985.705	(22.681.358)	(20.866.264)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.333.919	19.642.583	21.479.046	21.479.046
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	(22.526.454)	27.003.340	178.826.124	581.810.118
Net Dönem Karı/Zararı	18.681.554	170.471.256	402.983.994	143.226.094
TOPLAM KAYNAKLAR	888.947.371	991.208.964	1.487.324.529	1.635.132.790



Gelir Tablosu

	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmemiş 31.03.2022
GELİR TABLOSU (TL)				
Hasılat	399.825.062	407.964.886	810.671.064	461.688.602
Satışların Maliyeti (-)	(322.983.190)	(305.953.304)	(567.007.194)	(280.829.713)
BRÜT KAR / (ZARAR)	76.841.872	102.011.582	243.663.870	180.858.889
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(18.016.350)	(23.446.215)	(31.952.871)	(11.891.922)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(16.890.170)	(21.122.741)	(31.874.826)	(11.755.086)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	7.084.111	13.514.973	52.864.680	12.159.676
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(7.450.162)	(6.449.829)	(14.830.257)	(11.841.715)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)	41.569.301	64.507.770	217.870.596	157.529.842
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/(Giderler)	39.017	181.258.373	159.491.679	3.352.375
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	(42.645.577)	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/Zararlarından Paylar	(7.130.648)	0	92.617.956	8.735.185
FİNANSMAN GELİRİ / (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)	34.477.670	203.120.566	469.980.231	169.617.402
Finansman Gelirleri	12.178.504	20.023.245	36.543.480	10.853.434
Finansman Giderleri (-)	(21.370.960)	(23.513.504)	(38.589.834)	(3.703.778)
VERGİ ÖNCESİ KAR / (ZARAR)	25.285.214	199.630.307	467.933.877	176.767.058
Vergi Gideri (-)	(6.696.392)	(15.557.863)	(52.157.909)	(38.014.948)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	92.732	(13.601.188)	(12.791.974)	4.473.984
DÖNEM KARI / (ZARARI)	18.681.554	170.471.256	402.983.994	143.226.094
Kar veya Zarar Olarak Yeniden Sınıflandırılmayacaklar				
TOPLAM KAPSAMLI GELİR / (GİDER)	18.681.554	170.471.256	402.983.994	143.226.094

Brüt Kar Marjı (%)	19%	25%	30%	39%
Faaliyet Kar Marjı (%)	10%	14%	22%	34%
Faaliyet Karı Zararı Değişimi (%)		37%	213%	
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	10%	16%	27%	34%
Esas Faaliyet Karı Zararı Değişimi (%)		55%	238%	
Net Kar Marjı (%)	5%	42%	50%	31%
ROA		18%	33%	
ROE		131%	310%	

2021 yılı ve 2022 yılı ilk çeyrek finansal veriler ile Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan finansal veriler aşağıda yer almaktadır.

	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Projeksiyon 31.12.2021	31.12.2021 İtibarıyla Yıl Sonu Hedeflerinin Gerçekleşme Oranı (%)
GELİR TABLOSU (milyon TL)					
Hasılat	399,8	408,0	810,7	493,2	164%
Satışların Maliyeti (-)	(323,0)	(306,0)	(567,0)	(376,3)	151%
BRÜT KAR / (ZARAR)	76,8	102,0	243,7	116,9	208%
Brüt Kar Marjı (%)	19%	25%	30%	24%	
Faaliyet Giderleri (-)	(34,9)	(44,6)	(63,8)	(45,1)	142%
FAALİYET KARI / (ZARARI)	41,9	57,4	179,8	71,9	250%
Faaliyet Kar Marjı (%)	10%	14%	22%	15%	
Amortisman	7,2	8,7	8,7	8,7	100%
FAVÖK	49,1	66,2	188,6	80,6	234%
FAVÖK Marjı (%)	12%	16%	23%	16%	

Şirket 2021 yılında 2021 yılı için projekte edilen hasılatını %164 oranında, satışa konu maliyetlerini %151 oranında gerçekleştirerek yılı sonlandırmıştır. Realize olan faaliyet giderleri 2021 yılı projeksiyon değerlerine göre %142 oranında gerçekleştirirken, faaliyet karı ve FAVÖK sırasıyla %250 ve %234 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi ile mukayese edildiğinde, 2021 varsayımlarına göre gerçekleşen maliyet ve faaliyet gider değerleri, tahminlerin üzerinde sonuçlanmış olup, durumun hasılat tahminin üzerinde gelir elde edilmesiyle orantılı olmasından kaynaklanmıştır. Netice itibarıyla 2021 yılı için gerçekleşen faaliyet karı ve FAVÖK tahminlerin üzerinde sonuçlanmıştır.

Şirket'in fiyat tespit raporunda yer alan projeksiyonlar yıl itibarıyla yapılmış, ara dönemler için bir tahmin yapılmamıştır. Varsayımlara dair gerçekleşme incelemesi, Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen yıllık tahminler baz alınarak hazırlanmıştır.

GELİR TABLOSU (milyon TL)	Bağımsız Denetimden Geçmemiş	Projeksiyon	31.03.2022 İtibarıyla Yıl Sonu Hedeflerinin Gerçekleşme Oranı (%)
	31.03.2022	31.12.2022	31.12.2022
Hasılat	461,7	614,6	75%
Satışların Maliyeti (-)	(280,8)	(466,1)	60%
BRÜT KAR / (ZARAR)	180,9	148,5	122%
Brüt Kar Marjı (%)	39%	24%	
Faaliyet Giderleri (-)	(23,6)	(54,0)	44%
FAALİYET KARI / (ZARARI)	157,2	94,5	166%
Faaliyet Kar Marjı (%)	34%	15%	
Amortisman	2,6	9,7	27%
FAVÖK	159,8	104,2	153%
FAVÖK Marjı (%)	35%	17%	

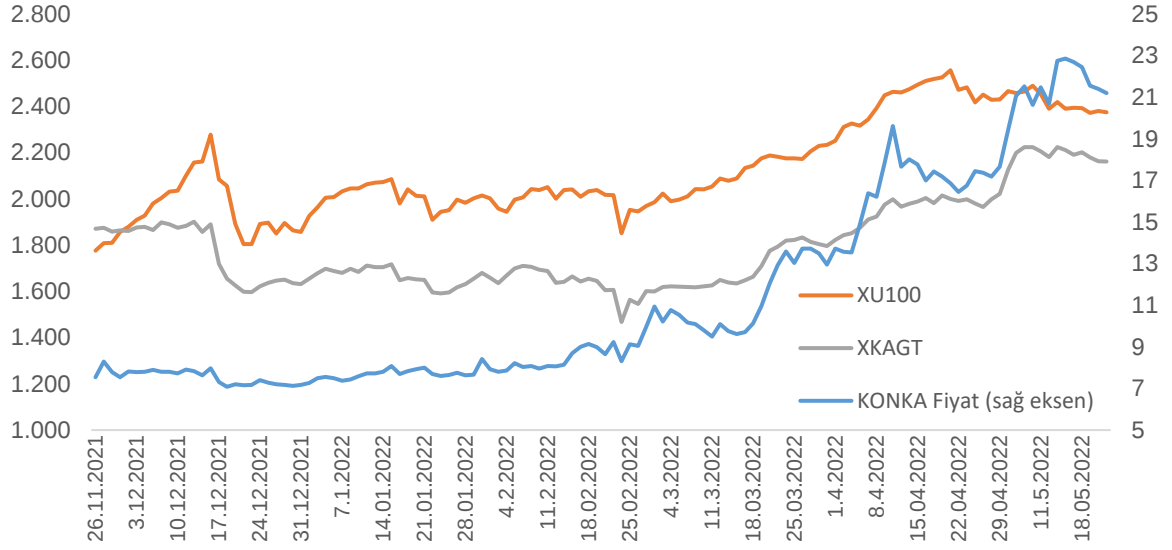
Şirket'in 2022 yılı ilk çeyrek finansallarına göre 2022 yıl sonuna dair Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen varsayımlara ilişkin projekte edilen hasılatın %75'i, satışa konu maliyetin %60'ı, faaliyet giderlerinin %44'ü, faaliyet karının %166'sı, FAVÖK'ün ise %153'si gerçekleştirilmiştir.

Netice itibarıyla, 2021 yıl sonu projeksiyon dönemlerindeki varsayımlar ile uyumlu sonuçlanmış olup 2022 ilk çeyrek sonuçlarından hareketle 2022 varsayımlarının da uyumlu gerçekleşeceği beklenmektedir.

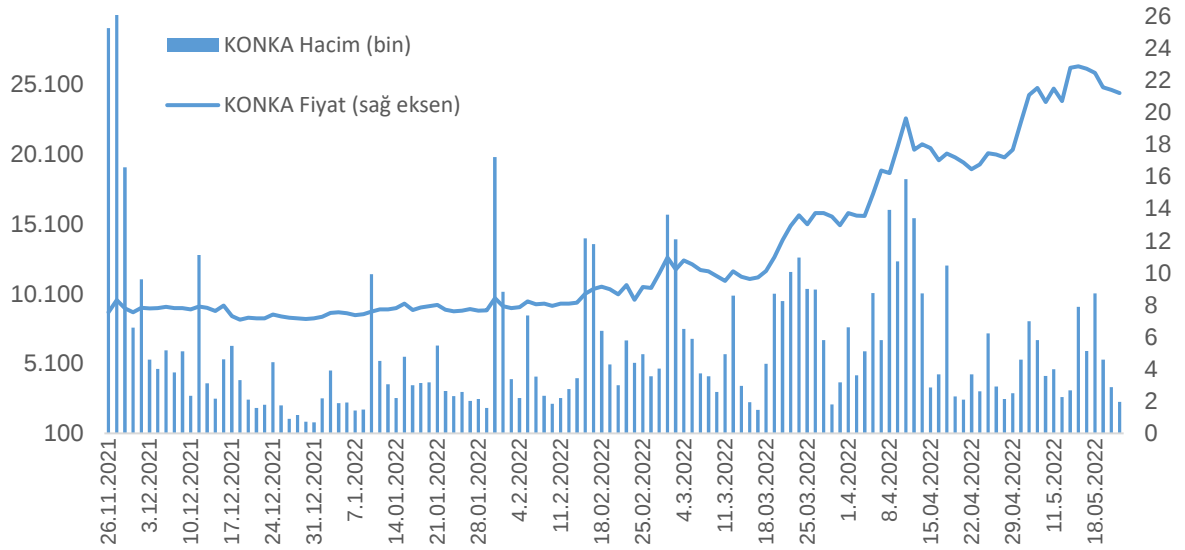
6. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri ve Fiyata Etki Eden Faktörler

Şirket payları, 26.11.2021 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Ana Pazar'da 6,95 TL/pay baz fiyat, "KONKA.E" kodu ve sürekli işlem yöntemiyle işlem görmeye başlamıştır. Şirket paylarının 23 Mayıs 2022 tarihi itibarıyla kapanış fiyatı 21,40 TL seviyesinden gerçekleşmiştir. Şirket payları halka arz tarihinden bugüne kadar en yüksek 22,86 TL seviyesinden günlük kapanış gerçekleştirirken, en düşük ise 7,08 TL seviyesinden günlük kapanış gerçekleştirmiştir.

Konya Kağıt, BİST 100 ve Bist Kağıt Endekleri Gelişimleri



Konya Kağıt Fiyat ve Hacim



Şirket paylarının Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmeye başladığı (01.04.2022 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Yıldız Pazar'da işlem görmektedir.) tarihten itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmine ilişkin grafik yukarıda yer almaktadır.

Şirket, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 29.11.2021, 25.03.2022, 13.04.2022 ve 19.04.2022, tarihlerinde aşağıdaki özel durum açıklamalarını yayımlamıştır. Şirket'in operasyonlarına yönelik olan yapılan işbu özel durum açıklamalarının, nihai halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki oluşan farklılıkların olası nedenleri arasında olduğu düşünülmektedir.

- Şirket, ana ortağı Bera Holding'den Pay Tebliği 5. maddesi 6. fıkrasında¹ yer alan yükümlülük neticesinde 32.000.000 TL tutarında ticari olmayan alacak 29.11.2021 tarihinde Şirket'in banka hesabına transfer edildiği haberi Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 29.11.2022 tarihinde yayınlanmıştır.
- Şirket, 25.03.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda Şirket Yönetim Kurulu'nun Kar Dağıtım Politikası'na dair yapmış olduğu açıklamada “dağıtılabilir net dönem karının en az %20'sini nakden kar payı olarak dağıtmayı benimsemiştir.”
- Şirket, 13.04.2022 tarihli Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yapmış olduğu açıklamada 1 TL nominal değerli paylar için 0,2414205 TL net kar payı yapacağını duyurmuş, 19.04.2022 tarihli Kamuyu Aydınlatma Platformu açıklamasıyla “2021 yılı Dönem Net Kârı tutarı olan 190.174.769,47 TL'den gerekli yasal yükümlülükler ve dağıtılamaz istisna kazançlar düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinin dağıtılması kapsamında 6.500.000 TL'si 1.Temettü, 28.371.867,65 TL'si 2.Temettü olmak üzere toplam 34.871.867,61 TL'nin nakden” dağıtımının ilgili ödemesi 13.05.2022 tarihinde nakden yapılmıştır.

¹ **Pay Tebliği VII-128.1 5/6:** Payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların izahnamesinde yer alacak en son tarihli finansal tablolarına göre Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili taraflarından olan ticari olmayan alacaklarının tüm alacaklar toplamına olan oranı yüzde yirmiyi veya aktif toplamına olan oranı yüzde onu geçemez. Söz konusu oranlara uyum sağlamak amacıyla, ortakların mevcut paylarının satışından elde edilecek fonun ilişkili taraflardan olan alacakların tahsilinde kullanılmasının ve ortaklığın bu hükmün dolanılmasına yol açacak şekilde tekrar alacaklı hale getirilmemesinin ortaklık ve halka arz edenler tarafından taahhüt edilmesi gerekir. Bu taahhüdün Kurulca uygun görülmesi durumunda bu fıkra hükmü uygulanmaz. İlişkili tarafın bir kamu kurumu olması halinde, ilişkili taraflardan olan alacakların hesaplanmasında kamu kurumundan olan alacaklar dikkate alınmaz.