



**LİLA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.**

**FİYAT TESPİT RAPORU**

**28 Şubat 2024**

**Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**AK Yatırım**

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ**

**İÇİNDEKİLER**

<b>KISALTMALAR</b>	<b>2</b>
<b>YÖNETİCİ ÖZETİ</b>	<b>4</b>
<b>I. RAPORUN AMACI VE ETİK İLKELER</b>	<b>5</b>
<b>II. LİLA KAĞIT HAKKINDA ÖZET BİLGİ</b>	<b>7</b>
<b>III. SEKTÖREL BİLGİLER</b>	<b>19</b>
<b>IV. FİNANSALLAR HAKKINDA BİLGİLER</b>	<b>26</b>
<b>V. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ</b>	<b>31</b>
<b>VI. DEĞERLEME ANALİZİ</b>	<b>33</b>
<b>VII. SONUÇ</b>	<b>49</b>
<b>VIII. EKLER</b>	<b>50</b>
Ek 1: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri	<b>50</b>
Ek 2: Sorumluluk Beyanı	<b>52</b>
Ek 3: Yetkinlik Beyanı	<b>53</b>

  
**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ**

## KISALTMA ve TANIMLAR

KISALTMA	AÇIKLAMA ve TANIMLAR
AB, EU	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD Doları, USD, ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Ak Yatırım	Ak Yatırım Menkul Değerler AŞ
Ar-Ge	Araştırma Geliştirme
AŞ	Anonim Şirketi
Avro, Euro	Avrupa Birliği'nin Ortak Para Birimi
BİST, Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BMA	Brian McClay&Associates
CapitalIQ	S&P Capital IQ PRO
Capital 500	Türkiye'nin En Büyük 500 Şirketi
CEO	Chief Executive Officer
EDMER	Türkiye Etik Değerler Merkezi
ENAT	Endüstriyel Ağaç Tarımı San. ve Tic. AŞ
Ergene Fabrika	Ergene ilçesindeki OSB'de yer alan mevcut üretim tesisi
Erzurum Fabrika	Erzurum ili Ilıca ilçesindeki Merkez 2OSB'de yer alan fabrika yatırımı
ESG	Environmental-Social-Corporate Governance (Çevresel, Sosyal, Yönetişim)
ETİKA Ödülleri	Etik Değerler Merkezi Derneği Ödülleri
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FSC	Forest Stewardship Council (Orman Koruma Konseyi)
FD/FAVÖK	Firma Değeri/FAVÖK
GES	Güneş Enerji Santrali
ISO	International Organization for Standardization (Uluslararası Standardizasyon Kuruluşu), dünya çapında standartları geliştirmek, uluslararası iletişim ve iş birliğini artırmak ve uluslararası ticaretin adil büyümesini teşvik etmek amacıyla 1947 yılında kurulmuş olan bir sivil toplum kuruluşudur.
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KDV	Katma Değer Vergisi
Konverting Ürün (Bitmiş Ürün)	Bitmiş ürün kategorisinde yapılan satışları ifade etmekte olup konverting ürün ve bitmiş ürün aynı kategoriyi ifade etmektedir
LEAD	Leading Executives Advancing Diversity
m <sup>2</sup>	metrekare
Merkez Ofis	İstanbul Genel Müdürlük ofisini ifade etmektedir
MW	megawatt
OEC	The Observative of Economic Complexity
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
PERYÖN	Türkiye İnsan Yönetimi Derneği
SBY	Son Bir Yıllık Dönem
SKSV	Selüloz ve Kağıt Sanayi Vakfı
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TEGV	Türkiye Eğitim Gönülleri Vakfı
TİM 1000	Türkiye'nin İlk 1000 İhracatçısı
TL	Türk Lirası
TM1	Şirket'in temizlik kağıt sektöründeki ilk üretim hattı
TM2	Şirket'in temizlik kağıt sektöründeki ikinci üretim hattı
TM3	Şirket'in temizlik kağıt sektöründeki üçüncü üretim hattı

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

TM4	Şirket'in temizlik kağıt sektöründeki dördüncü üretim hattı
TM5	Şirket'in temizlik kağıt sektöründeki beşinci üretim hattı
TTO	Trade Tree Online
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
vb.	ve benzeri
YD	Yeniden Değerleme
YKT	Yatırıma Katkı Tutarı
YTB	Yatırım Teşvik Belgesi

  
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Değerleme çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmıştır.

Tablo: Lila Kağıt Özsermaye Değeri

(milyon ABD\$)	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Lila Kağıt'ın Özsermaye Değeri	A	783,3	973,3
Yöntemin Ağırlığı	B	60%	40%
Lila Kağıt'ın Ortalama Özsermaye Değeri	$C = \Sigma (A \times B)$	859,3	

Değerleme çalışması neticesinde, piyasa çarpanları analizi yöntemine %60, İNA analizi yöntemine ise, devam eden yatırımların projeksiyon dönemi içerisinde tamamlanacak olması sebebiyle, ihtiyatlılık gereği %40 ağırlık verilerek Lila Kağıt'ın özsermaye değeri 859,3 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Tablo: Lila Kağıt'ın 1 Adet Payı Başına Düşen Değeri

1 Adet Pay Başına Düşen Değer	Değer
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (milyon ABD Doları)	859,3
28.02.2024 tarihli TCMB ABD Doları / Türk Lirası Alış Kuru	31,0737
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (milyon TL)	26.703
Lila Kağıt'ın Çıkarılmış Sermayesi (nominal milyon TL)	500
1 Adet Lila Kağıt Payı Başına Düşen Değer (TL)	53,41

Değerleme çalışmasında 1 adet Lila Kağıt payı başına düşen ortalama değer 53,41 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo: Pay Başına Düşen Halka Arz Fiyatı

	Fiyat
1 Adet Lila Kağıt Payı Başına Hesaplanan Değer	53,41
Halka Arz İskontosu	30,0%
1 Adet Lila Kağıt Payının Halka Arz Fiyatı	37,39

Halka arz fiyatı olarak belirlenen 37,39 TL için halka arz iskontosu %30,0 olarak hesaplanmaktadır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

### I. RAPORUN AMACI VE ETİK İLKELER

28 Şubat 2024 tarihli bu rapor, Merdivenköy Mahallesi Nur Sokak, Business İstanbul No: 1A A Blok K:17, 34732 Göztepe, Kadıköy/İstanbul adresinde mukim Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ('Şirket', 'Lila Kağıt') ile Sabancı Center Kule: 2 Kat: 7 4. Levent, Beşiktaş/İstanbul adresinde mukim Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('Ak Yatırım') arasında 07.11.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi gereği, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesine uygun olarak belirlenmesi amacıyla 27.10.2015 tarih ve G-014(300) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Ak Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Ak Yatırım, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Şirket ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Ak Yatırım ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Ak Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

#### Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıda "Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar" başlığı altında belirtilen etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

#### Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Ak Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Ak Yatırım, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

#### Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür.

Nesligül Onyedioğlu, 2005 yılından beri kurumsal finansman alanında çalışmakta olup, pay halka arzları, özel sektör borçlanma aracı ihraçları, şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme projelerinde görev almaktadır. Orta Doğu Teknik Üniversitesi Ekonomi Bölümünden lisans, ABD'de George Washington Üniversitesi'nden işletme yönetimi alanında yüksek lisans derecesi bulunmaktadır. Nesligül Onyedioğlu, SPK Düzey 3 lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisansı, belge no: 204896).

Ali Can Selçuk, 2012 yılından beri Ak Yatırım Kurumsal Finansman bölümü bünyesinde görevini sürdürmektedir. Kurumsal Finansman Bölümü faaliyetleri kapsamında pay halka arzları, özel sektör borçlanma aracı ihraçları, şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme projelerinde görev almaktadır. Almanya'da yer alan Karlsruhe Üniversitesi ve Berlin Teknik Üniversitesi Endüstri Mühendisliği bölümlerinden lisans ve yüksek lisans dereceleri bulunmaktadır. Ali Can Selçuk, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, belge no: 213250).

Furkan Aktaş, çalışma hayatına 2019 yılında BDO Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş.'de kurumsal finansman ekibinde başlamıştır. 2023 yılına kadar çeşitli şirket değerlendirme ve finansal due diligence projelerinde görev almıştır. Ak Yatırım Kurumsal Finansman bölümüne katıldığı 2023 yılından itibaren pay halka arzları ve özel sektör borçlanma aracı ihraçları projelerinde görev almaktadır. Galatasaray Üniversitesi'nden İşletme lisans derecesine sahiptir. Ayrıca, 342132841 numaralı Serbest Muhasebeci Mali Müşavir ruhsatına, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına, Kredi Derecelendirme Lisansına ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisansı, belge no: 922357, Kredi Derecelendirme Lisansı, belge no: 922496, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı, belge no: 922359)

### Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından hazırlanan 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren hesap dönemlerine ait finansal tablolar, Şirket'e ait izahname, Şirket Yönetimi'nin 2024-2028 dönemine ilişkin tahmini iş planı, sektöre ilişkin kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Ak Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Bu raporda, çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler için ilgili şirketlerin internet sayfaları, diğer kamuya açık ilgili kaynaklar ve Capital IQ adlı veri platformu kullanılmıştır.

Şirket hakkında analiz yapmak isteyen yatırımcıların; Şirket'in internet sitesi, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin internet sitesi, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin internet sitesi ile KAP'ta ilan edilmiş bulunan Lila Kağıt'ın tüm finansal tabloları, finansal tabloların dipnotlarını ve bağımsız denetçi raporunu ve yine Şirket'in internet sitesi, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin internet sitesi, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin internet sitesi ile KAP'ta ilan edilmiş bulunan ve Şirket'in faaliyetleri ile finansal durumu hakkında kapsamlı bilgi ve görüş içeren izahnameyi ayrıntılı bir şekilde incelemeleri gerekmektedir.

Ak Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Ak Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin onayı ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



## II. LİLA KAĞIT HAKKINDA ÖZET BİLGİ

## Tarihçe

Aşağıdaki tabloda Şirket'in ana faaliyet konusuna yatırım yapmadan önceki tarihsel gelişmeleri (1) ve kağıt sektörüne ilişkin faaliyetlere başladıktan sonraki tarihsel gelişmelerin (2) önemli aşamaları yer almaktadır.

Tarih	1. Şirket'in Kağıt Sektörü Yatırımı Öncesi Tarihsel Gelişme
1984	1930 yılında Hasan Ögücü tarafından, Gaziantep'te kurulan çırçır ve dokumacılık ticarethanesi ile başlayan yolculuk, 1964 yılında iplik üretimi ve ticareti faaliyetlerini yürütmek üzere Gaziantep'de Hasan Ögücü ve oğulları tarafından Güneydoğu İplik Şirketi'nin kurulması ile devam etti ve 2.kuşak olan Abdullah Ögücü liderliğinde çocuklarının katılımıyla iplik ve diğer tekstil ürünlerinin satışı için <i>Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi</i> 17.01.1984 tarihinde İstanbul'da kuruldu.
2002	<i>Lila Tekstil Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i> iplik boyama faaliyeti amacıyla kuruldu. (27.05.2002)
2004	Hem iplik üretimi hem de boyama tesislerinin kendi kendine yetebilir, sürdürülebilir üretim vizyonu doğrultusunda 2004 yılında <i>Marmara Elektrik Üretim Anonim Şirketi</i> kuruldu ve bir sonraki yıl devreye giren enerji santrali, yüksek verimlilikle tesisin ihtiyacı olan elektrik, buhar ve sıcak suyu üretmeye başladı.
2005	Enerji santralinin kurulma aşamasında başlayan yeni sektör arayışları, öncelikle sanayi alanında, eldeki kaynaklar, giriş bariyerleri, bilgi birikiminden faydalanma, eldeki sanayi arazisini kullanma ve rekabet avantajları boyutlarından değerlendirmeler, referans ziyaretleri ve nihayetinde iş planının yazılmasıyla sonuçlandırıldı ve temizlik kağıtlarına yatırım yapılması kararı alındı.  Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından Lila Tekstil Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş. birleşme yoluyla devir alındı ve "Lila" isminin farklı bir alanda kullanılmasının önü açıldı.
	2. Şirket'in Kağıt Sektörüne Yatırımı Sonrası Tarihsel Gelişme
2006	Şirket'in yenilenen vizyonu ve hedefleri doğrultusunda, mevcut iplik ve boyahane tesisine ek olarak farklı bir pazar olan temizlik kağıdı üretimi için yatırımlara başlandı. Bu alandaki üretim, pazarlama ve satış süreçlerinin yürütülmesi amacıyla <i>Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i> kuruldu. (08.02.2006)
2007	Temizlik kağıdı sektöründeki ilk üretim hattı olan TM1 kuruldu. Brüt 70.000 ton/yıl kapasiteyle bobin kağıt üretimine başlandı. Üretilen kağıt bobinler yurt içi ve yurt dışı müşterilerin (konvertingciler) kullanımına sunuldu.
2007	Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından Marmara Elektrik Üretim A.Ş. birleşme yoluyla devir alındı. (28.12.2007)
2008	Şirket'in kendi temizlik kağıdı markaları olan Sofia, Maylo, Ultra Berrak, Nua ve Nua Professional markalarının lansmanı yapıldı ve şirket markalı hızlı tüketim ürünlerinin üretimine başladı. Yurt içi pazarı için Sofia, Maylo, Berrak; yurt dışı pazarı için Nua, ev dışı tüketim için Nua Professional markaları pazardaki tüketiciler ile buluştu.
2008	Hızlı tüketim markaları arasında ilk olarak Maylo için tanıtım faaliyetlerine başlandı ve 2008 yılında ilk TV reklamları yayınlandı.
2010	Maylo markası ile temizlik kağıdı sektörünün "ilk sosyal sorumluluk projesi" hayata geçirildi. Türkiye Eğitim Gönüllüleri Vakfı ile iş birliğine gidilerek, satılan her Maylo ürünü ile TEGV'e destek olunması ve çocukların nitelikli eğitimle buluşturulması hedeflendi. Proje kapsamında tüm Maylo paketlerine TEGV logosu yerleştirildi. (Kasım 2010)
2012	Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin unvanı " <i>Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi Ticaret ve Elektrik Üretim Anonim Şirketi</i> " olarak değiştirildi. (22.10.2012) Aynı yıl, Marmara Pamuklu Mensucat'ın geçmiş dönemde ana faaliyeti olan iplik üretimi, sektör dinamiklerinin etkisiyle sonlandırılarak tekstil operasyonlarına sadece iplik boyama faaliyetiyle devam edilme kararı alındı.
2012	Dünya'nın ileri düzey gelişmiş ülkelerinde, kendine özgü kalite özelliklerine sahip şirketlere hizmet edebilecek, kalite ve üretim miktarı seviyelerine ulaşma hedefiyle ikinci kağıt üretim hattı (TM2)



## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

	devreye alındı. Eş zamanlı olarak TM1 hattının da yeni koşullara göre modernizasyonu yapılırken, toplam kağıt üretim kapasitesi brüt 140.000 ton/yıla çıkarıldı. Bu yatırımın sonucunda, ihracat seviyelerinde bir sonraki yıllarda önemli artış yaşanmasının önü açıldı.
2014	Şirket'e ait Sofia markasının "çevreye duyarlı marka" olarak ilk konumlandırılması yapıldı ve yine Türkiye'de ilk olan endüstriyel ağaç tarımı projesi için ENAT ile iş birliğine gidildi.
2014	İstanbul İhracatçılar Birliği tarafından düzenlenen 11. En Başarılı İhracatçılar Ödül Töreni'nde "kağıt, karton, ambalaj ve kırtasiye ürünleri" kategorisinde Şirket, İhracat Lideri statüsüne ulaştı ve bu alanda zirveye doğru ilk adımı attı. Ayrıca ilk kez katıldığı "En Büyük İhracatçılar" (TİM 1000) araştırmasında 224. sırada yer aldı. <a href="https://www.haberler.com/guncel/lila-kaagit-ihracatta-lider-oldu-7178435-haberi/">https://www.haberler.com/guncel/lila-kaagit-ihracatta-lider-oldu-7178435-haberi/</a>
2015	Sofia markasının ilk televizyon reklamları yayınlandı. <a href="https://retailturkiye.com/firmalardan/iki-cevre-dostu-bulustu-sofia-ve-ediz-hun/">https://retailturkiye.com/firmalardan/iki-cevre-dostu-bulustu-sofia-ve-ediz-hun/</a>
2015	Şirket ilk kez katıldığı ISO 500 Listesi'nde (En Büyük 500 Sanayi Kuruluşu) 293. sırada yer aldı.
2016	2016 yılında konverting tesisi için ikinci yatırım programı devreye alındı. Ev dışı tüketim alanında başta dispenserlerde kullanılan ürünler olmak üzere tüm profesyonel ürün kategorisi için ve yine Şirket'in ürün ihracatını artırarak hedef pazarların talebine yanıt verecek özelliklerde makine parkuru oluşturuldu. Eş zamanlı olarak araştırmalar, ticari bağlantılar ve ürün geliştirme çalışmaları tamamlanarak piyasaya çıkış süreci hızlandırıldı. Tüm bu çalışmalar neticesinde konverting tesisinin teorik üretim kapasitesi brüt 77.500 ton/yıla çıkarıldı.
2016	Maylo markasının tanınırlık çalışmaları kapsamında uzun süreli bir reklam kampanyasına başlandı. <a href="http://www.maylo.com.tr/reklam-filmlerimiz/">http://www.maylo.com.tr/reklam-filmlerimiz/</a>
2017	Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi Ticaret ve Elektrik Üretim A.Ş. tarafından Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. birleşme yoluyla devralındı ve ticaret ünvanı ana faaliyet ve müşteriler üzerindeki etkisi sebebiyle "Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş." olarak değiştirildi. (6.04.2017 tarih ve 9300 sayılı TTSG)
2017	İlk kez katıldığı "Türkiye'nin En Büyük 500 Şirketi" (Capital 500) listesine 464. sıradan giriş yaptı.
2018	Büyüyen pazar ve artan talebe karşılık, Şirket'in de ulusal ve uluslararası piyasalardaki büyüme hedefi doğrultusunda yeni yatırım planları devreye alındı. Yurtiçi ve yurtdışından sektöre özel araştırma ve danışmanlık şirketleri ile çalışılarak hazırlanan fizibilite çalışmaları sonucu farklı bir lokasyon yerine aynı kampüs içerisinde üçüncü kağıt üretim hattı olan TM3'ün yatırım kararı alındı ve yatırıma başlandı. Eş zamanlı olarak TM4 hattı da projelendirilerek şirketi bugünkü noktaya taşıyan en önemli yatırım adımlardan biri atıldı.
2018	Capital 500 tarafından açıklanan "Türkiye'nin En Büyük 500 Şirketi" listesinde Şirket, "İhracatını En Fazla Artıran Şirketler" ve "Çalışan Sayısını En Fazla Artıran Şirketler" listesinde zirvede yer alarak özel ödülle layık görüldü. <a href="https://bigpara.hurriyet.com.tr/haberler/ekonomi-haberleri/turkiyenin-en-buyuk-sirketleri-aciklandi_ID1451388/">https://bigpara.hurriyet.com.tr/haberler/ekonomi-haberleri/turkiyenin-en-buyuk-sirketleri-aciklandi_ID1451388/</a>
2019	Ürünün üretiminden satışına kadarki tüm aşamalarda çevresel kurallara uyum sağlandığını belgeleyen ve tüketicilerin çevre dostu ürünler seçmesini kolaylaştırmak amacıyla kullanılan "EcoLabel" sertifikasını almaya hak kazanıldı. (11.01.2019)
2019	Şirket, cinsiyet eşitliği konusunda bir ilki gerçekleştirerek 2023 yılına kadar kadın çalışan sayısını artırmayı taahhüt eden, Lead Network'ün 'CEO Pledge' (CEO'nun Taahhüdü) protokolüne Türkiye'den imza atan ilk kurum oldu. <a href="https://www.lead-eu.net/lila-group-signs-the-ceo-pledge/">https://www.lead-eu.net/lila-group-signs-the-ceo-pledge/</a>
2020	Pandemi nedeniyle yaşanan zorlu dönemde ülkemize destek olmak, Tekirdağ bölgesindeki hastane ve ambulansların hijyenik temizlik kağıdı ihtiyacını karşılamak amacıyla üretim hatları yeniden düzenlenerek 100.000 rulo (5 milyon metre) muayene masa örtüsü üretildi ve İl Sağlık Müdürlüğü'ne bağışlandı.
2020	Üçüncü kağıt üretim hattı TM3 faaliyete geçti ve brüt 205.000 ton/yıl kapasiteye ulaşıldı. Bu dönemde etkili olan pandemi nedeniyle tüm dünyada kişisel hijyenle ilgili hassasiyet artmış ve temizlik ürünlerine karşı talep yükselmiştir. TM3 yatırımının devreye alınması ile gerek yurt içi gerek

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

	yurt dışında gerçekleşen ekstra talebin karşılanması sağlanmış olup, fizibilitesi daha önceden hazırlanmış TM4 hattının da yatırımına eş zamanlı başlanmıştır.
2022	<p>Pandemiyle artan talep ve temizlik kağıdı pazarının küresel çapta büyümesiyle birlikte yatırımına başlanan dördüncü kağıt üretim hattı TM4 faaliyete geçti. Bu yatırımla birlikte bugünkü üretim kapasitesine brüt 271.042 ton/yıl ulaşıldı. Şirket'in dünyada sektöründe %0,6 (BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma &amp; Danışmanlık Şirketi tarafından yayınlanan rapora göre 2023 yılında dünyadaki temizlik kağıdı üretimi 40milyon ton civarında olup Şirket'in 2023 yılı net üretim kapasitesi 243 bin ton olması sebebiyle %0,6'ya denk gelmektedir.) düzeyinde kapasiteye ve yine Dünya'nın aynı lokasyondaki en büyük üretim tesislerinden birisine ulaşması bu yatırım sayesinde gerçekleşmiştir.</p> <p><b>Kaynak:</b> <a href="https://www.tlssueworldmagazine.com/departments/marketissues/global-average-per-capita-tissue-consumption-stands-at-above-5kg-but-10kg-is-possible/">https://www.tlssueworldmagazine.com/departments/marketissues/global-average-per-capita-tissue-consumption-stands-at-above-5kg-but-10kg-is-possible/</a></p>
2022	Şirket'in markalı ürünlerdeki pazar payını ve hızlı tüketimdeki ihracatını artırma hedefiyle yeni konverting tesisi faaliyete geçti. Toplam üretilen bobin kağıdın %40'ından fazlası konverting tesisinde işlenebilir duruma geldi ve brüt 109.000 ton/yıllık teorik konverting kapasitesine ulaşıldı.
2022	Orman Yönetimi Konseyi (FSC) tarafından standartlara uygun üretim yapan firmalara verilen koruma zinciri sertifikası yenilenmiştir (18.10.2022).
2022	Şirket insan kaynakları tarafından yürüttüğü dijital dönüşüm projesi ile Türkiye İnsan Yönetimi Derneği (Peryön) tarafından düzenlenen İnsana Değer Ödülleri'nde "Dijital Dönüşüme Liderlik" kategorisinde finalist oldu.
2022	Sofia markası, "Ağaç Olacak Reklam" kampanyası ile seçkin pazarlama ödülleri arasında yer alan İstanbul Marketing Awards'ta "En Yaratıcı Outdoor Kullanımı" ödülünü kazandı. <a href="https://istanbulmarketingawards.com/haber/ima-2022-kazananlari">https://istanbulmarketingawards.com/haber/ima-2022-kazananlari</a>
2023	Yurtdışı pazarlarına özel olarak üretilen Nua markası, Gürcistan'da düzenlenen Golden Brand Awards'ta "En Hızlı Büyüyen Tuvalet Kağıdı Markası" olarak "Altın Marka" ödülüne layık görüldü. <a href="https://finchannel.com/toilet-paper-nua-wins-golden-brand-for-its-dynamic-growth-in-georgia/116240/golden-brand-annual-award-ceremony/2023/06/">https://finchannel.com/toilet-paper-nua-wins-golden-brand-for-its-dynamic-growth-in-georgia/116240/golden-brand-annual-award-ceremony/2023/06/</a>
2023	Sofia markası "Hassasiyetimiz Doğaya Mirasımız Yarınlar" kampanyası ile dünyanın en prestijli pazarlama ve reklam yarışmalarından olan Effie Ödülleri'nde Altın Effie kazandı. İklim krizine karşı sürdürülebilir teknolojiler geliştiren sosyal girişim e-cording iş birliğinde, her bir Sofia paketi 1 tohum topuna dönüştü ve toplam 3 milyon tohum topu toprakla buluştu. <a href="https://perakende.org/sofianin-doga-cagrisina-effieden-altin-odul/">https://perakende.org/sofianin-doga-cagrisina-effieden-altin-odul/</a>
2023	Bağımsız araştırma kuruluşu Happy Place to Work ve Capital dergisi tarafından düzenlenen "En Mutlu İşyerleri" araştırmasında Şirket, "Sektörünün En Mutlu İşyeri" ve "Olağanüstü Çalışan Deneyimi" ödüllerine layık görüldü. <a href="https://happyplacetowork.com.tr/tr/sectorun_en_mutlulari_2023/">https://happyplacetowork.com.tr/tr/sectorun_en_mutlulari_2023/</a>
2023	Sales Network tarafından düzenlenen ve öğrenciler ile sektör profesyonellerinin oyları ile belirlenen araştırma sonucunda Şirket "En Çok Çalışılmak İstenen Şirketler" listesinde yer aldı. <a href="https://www.linkedin.com/posts/lilagroup_lilagroup-lilakagit-b2j23-activity-7060271841428279296-P39n/?trk=public_profile_like_view&amp;originalSubdomain=tr">https://www.linkedin.com/posts/lilagroup_lilagroup-lilakagit-b2j23-activity-7060271841428279296-P39n/?trk=public_profile_like_view&amp;originalSubdomain=tr</a>
2023	Türkiye İhracatçılar Meclisi tarafından açıklanan 2022 yılı "Türkiye'nin İlk 1000 İhracatçısı" (TİM 1000) listesinde, 123. sırada yer aldı. Son bir yılda ihracat rakamını %90,5 oranında artıran Şirket, listede 63 basamak birden yükseldi ve ihracatını en çok artıran 3 şirketten biri oldu.
2023	Ergene'de yer alan modern fabrikasına ek olarak 3,15 milyar TL yatırım ile Erzurum'da bölgenin ilk kağıt üretim ve ağır sanayi tesisinin açılması için yatırım çalışmasına başlandı. <a href="https://www.ekonomim.com/sirketler/lila-kağıttan-erzuruma-veni-uretim-tesisi-yatirimi-haberi-693310">https://www.ekonomim.com/sirketler/lila-kağıttan-erzuruma-veni-uretim-tesisi-yatirimi-haberi-693310</a>
2023	Capital dergisi tarafından açıklanan 2022 yılı "Türkiye'nin En Büyük 500 Şirketi" (Capital 500) listesinde 200 basamak birden yükselen Şirket en fazla yükseliş gösteren şirketlerden biri olarak 235. Sırada yer aldı.

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

2023	İstanbul Sanayi Odası tarafından açıklanan 2022 yılı "En Büyük 500 Sanayi Kuruluşu" (ISO 500) listesinde, 124 basamak birden yükselerek 153. Sırada yer aldı.
2023	Türkiye Etik Değerler Merkezi (EDMER) tarafından şirketlerin etik ve itibar konusundaki duyarlılıklarının artırılması amacıyla her yıl düzenlenen "Türkiye'nin En Etik Şirketleri" araştırmasında, Şirket ödüle layık görüldü. <a href="https://etikaodulleri.com/">https://etikaodulleri.com/</a>

(\*) Yukarıda belirtilen kapasiteler brüt olarak teorik kapasiteyi ifade etmekte olup, tüm hatlar 365 gün 3 vardiya kesintisiz üretim esasıyla, ideal ürün miksine göre çalışacak şekilde öngörülen tutarları belirtmektedir.

### Hissedarlık Yapısı

Şirket'in detaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo: Lila Kağıt Hissedarlık Yapısı

Ortağın Adı-Soyadı	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı							
	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
	Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)		Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)	
	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse
Orhan Öğücü	51.700.000	34.500.000	10,34%	6,90%	51.700.000	29.328.000	8,76%	4,97%
Celal Öğücü	32.350.000	21.550.000	6,47%	4,31%	32.350.000	18.316.000	5,48%	3,10%
Aydın Öğücü	40.000.000	26.650.000	8,00%	5,33%	40.000.000	22.651.000	6,78%	3,84%
Hatice Öğücü	30.950.000	20.650.000	6,19%	4,13%	30.950.000	17.554.000	5,25%	2,98%
Burcu Öğücü Giritli	26.700.000	17.800.000	5,34%	3,56%	26.700.000	15.130.000	4,53%	2,56%
Alp Öğücü	21.800.000	14.500.000	4,36%	2,90%	21.800.000	12.322.000	3,69%	2,09%
Duygu Öğücü	20.700.000	13.800.000	4,14%	2,76%	20.700.000	11.730.000	3,51%	1,99%
Huriye Öğücü	19.500.000	13.100.000	3,90%	2,62%	19.500.000	11.144.000	3,31%	1,89%
Nuray Darıcı	16.750.000	11.150.000	3,35%	2,23%	16.750.000	9.476.000	2,84%	1,61%
Murat Öğücü	15.250.000	10.200.000	3,05%	2,04%	15.250.000	8.673.000	2,58%	1,47%
İrem Öğücü Öngen	15.200.000	10.100.000	3,04%	2,02%	15.200.000	8.582.000	2,58%	1,45%
Onur Öğücü	4.550.000	3.000.000	0,91%	0,60%	4.550.000	2.547.000	0,77%	0,43%
Nazlı Gözübüyük	4.550.000	3.000.000	0,91%	0,60%	4.550.000	2.547.000	0,77%	0,43%
Halka Açık Kısım	-	-	-	-	-	120.000.000	-	20,34%
<b>Toplam</b>	<b>300.000.000</b>	<b>200.000.000</b>	<b>60,00%</b>	<b>40,00%</b>	<b>300.000.000</b>	<b>290.000.000</b>	<b>50,85%</b>	<b>49,15%</b>

Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 500.000.000 TL olup, 300.000.000 TL'si A Grubu, 200.000.000 TL'si ise B Grubu paylardan oluşmaktadır. A Grubu payların Yönetim Kurulu üye seçiminde aday gösterme imtiyazı (3 üye) ve Yönetim Kurulu Başkanı ve Başkan Yardımcıları seçiminde imtiyazları bulunmakta olup, B Grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

### Şirket Faaliyetlerine Genel Bakış

2006 yılında kurulmuş olan Lila Kağıt, Tekirdağ Ergene ilçe sınırları içerisindeki Ergene 2OSB'deki üretim tesisinde, kağıt ve konverting temizlik kağıdı (Şirket'e ait ve tescilli öz markalar ile Şirket müşterilerine ait ve tescilli özel markalar) üretim faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Kağıt üretim faaliyetlerinin diğer tekstil faaliyetlerinin gerçekleştiği üretim lokasyonunda kurulmasının temel sebepleri, enerji, su, iş gücü ve lojistik imkanlarına erişim kaynaklıdır. Yıllar içerisinde tekstil faaliyetinin küçülmesi neticesinde; 2005 yılında önce Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından Lila Tekstil Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi

birleşme yoluyla devir almış, 2007 yılında Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından Marmara Elektrik Üretim A.Ş. birleşme yoluyla devir almış ve son olarak 2017 yılında Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi Ticaret ve Elektrik Üretim A.Ş. 2006 yılında kurulan Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi birleşme yoluyla devir alarak ticaret ünvanı Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş, böylece şirketler birleştirilmiş ve ana faaliyet konusu olan kağıt sektörüne dönüşüm gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, Şirket'in ana faaliyet alanı kağıt üretimi ve temizlik kağıdı alanında konverting ürünleri olup aynı zamanda enerji ve tekstil alanında da faaliyetlerini sürdürmektedir.

Kağıt ve konverting faaliyetleri haricinde kalan faaliyetler, diğer faaliyetler kapsamında gruplandırılmıştır. Şirket, hızla gelişen Türkiye'nin ve yakın coğrafyadaki ülkelerin temizlik kağıdı pazarındaki ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla %100 Türk sermayeli olarak 2006 yılında kurulmuş olup Şirket mülkiyetinde olan ve kiralanılan depolar dahil 300.000 m2 alan üzerine kurulu üretim tesisiyle kağıt sektörünün global oyuncularından biri konumundadır.

Şirket tesislerinde tamamen endüstriyel ormanlardan elde edilen sertifikalı selülozla üretim yapılmakta ve üretimin her aşamasında çevreye gösterilen duyarlılıkla karbon salınımı, su ve enerji tüketimi miktarlarını azaltmak için sürekli çaba gösterilmektedir. Kağıt ve enerji üretimi ile başlayan üretim süreci, belirli bir orandaki kağıdın konverting işlemi ile ürüne dönüştürülmesi ile sonuçlanmaktadır.

2021, 2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla Şirket'in toplam üretim kapasitesi (brüt ve net) ile birlikte ilgili dönemlerdeki üretim tonajları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Kapasitesi (Ton)	2021	2022 <sup>(2)</sup>	2023
Kapasite (Brüt) <sup>(1)</sup>	205.170	262.321	271.042
Kapasite (Net)	188.911	237.138	243.784
Filli Üretim Kağıt (Ton)	159.846	206.906	198.036
Bobin <sup>(3)</sup>	112.393	148.383	142.101
Konverting <sup>(4)</sup>	47.453	58.523	55.935
Kapasite Kullanım Oranı	85%	87%	81%

(1) Yukarıda belirtilen kapasiteler brüt olarak teorik kapasiteyi ifade etmekte olup, tüm hailer 365 gün 3 vardiya kesintisiz üretim esasıyla, ideal ürün miksine göre çalışacak şekilde öngörülen tutarları belirtmektedir.

(2) TM4 2022 yılı içerisinde devreye girdiği için brüt kapasite tonajı TM4'ün devreye girdiği tarihe göre orantılı olarak hesaplanmıştır.

(3) Bobin üretimi olarak belirtilen tonajlar doğrudan satışı gerçekleştirilen bobin kağıtlarına ilişkin üretilen kağıt tonajını ifade etmektedir.

(4) Konverting üretimi olarak belirtilen tonajlar Şirket içerisinde üretilen bobin kağıtlarının konverting tesislerinde işlenmesi ile oluşan nihai konverting ürün üretim tonajını ifade etmektedir.

### Ürünler

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği temizlik kağıdı ürünleri iki sınıfa ayrılmaktadır. İlk olarak selüloz hammaddesi kullanılarak, bobin kağıt üretimi gerçekleştirilmektedir. Üretilen bobin kağıdın bir kısmı, dünyanın farklı noktalarında yer alan bağımsız konverting ürün üreticilerine hammadde olarak gönderilmekte olup diğer bir kısmı ise bitmiş ürüne dönüştürülmek üzere aynı kampüste bulunan şirketin kendi konverting tesisinde işlenmektedir.

### Bobin

Şirket kendisinden kağıt sipariş eden müşterilerinin bir kısmına özel reçete ve özelliklerde, sürekli performans takibi yapılan bir çalışma prensibiyle, düzenli olarak ürün üretilip sevkiyat yapmaktadır. Şirket'in ürettiği bobinleri alan müşteriler, kendi tesislerinde bu kağıt ile konverting faaliyeti gerçekleştirmekte ve kesip, paketleyip ürüne dönüştürmektedir. Kağıt, farklı gramaj, mukavemet, kalınlık, yumuşaklık, hava geçirgenliği, beyazlık ve daha bir çok parametre ile değişebilecek özelliklerde yapılabilmekte ve bu sebeple teknik özellikleri açısından büyük miktarda tüketim yapan müşterilerce hassasiyetle ölçümlenmekte ve üründen ürüne değişim göstermektedir.

### Konverting (Bitmiş Ürün, Katlı-Rulo Ürünler ve Hızlı Tüketim Faaliyeti)

Şirket, 11-40 gram/m2 ağırlığında, %100 selülozdan yapılan ve farklı yumuşaklık, kalınlık, emicilik, mukavemete olabilen kağıtlardan, ana ürün grubu olarak tuvalet kağıdı, kağıt havlu, peçete, mendil ve muayene masa örtüsü ürünlerini, katlı ve rulo alternatifli olarak, farklı segmentteki talepleri karşılamak üzere çeşitli reçeteler ve nitelikte şekillendirip paketlemekte ve müşterilerine ulaştırmaktadır. Sektörde konverting olarak adlandırılan bu operasyon, kağıdın kimyasal yapısını değiştirmeden, fiziksel özelliklerinde kısmi değişim yaratıp, en yüksek verimlilik ile kağıdı kabartıp katlarını tutkallama, paketleme, kolileme, paletleme gibi işlemleri içermektedir.



Bitmiş ürün olarak Şirket'in kendi tesisinde üretilen ürünler aşağıdaki gibidir:



### Ürün Grupları Bazında Satışlar

2021, 2022 ve 2023 dönemlerinde gerçekleştirilmiş olan satışlar ürün grupları bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Ürün Grubu (TL )	2021	%	2022	%	2023	%
<b>Bobin</b>	<b>3.981.620.248</b>	<b>61%</b>	<b>8.041.463.968</b>	<b>64%</b>	<b>5.827.324.994</b>	<b>62%</b>
<b>Konverting</b>	<b>2.189.307.232</b>	<b>34%</b>	<b>3.680.980.095</b>	<b>29%</b>	<b>3.165.766.459</b>	<b>34%</b>
<b>Rulo Ürünler</b>	<b>1.685.766.569</b>	<b>77%</b>	<b>2.760.735.071</b>	<b>75%</b>	<b>2.279.351.850</b>	<b>72%</b>
<b>Katlı Ürünler</b>	<b>503.540.663</b>	<b>23%</b>	<b>920.245.024</b>	<b>25%</b>	<b>886.414.609</b>	<b>28%</b>
<b>Diğer</b>	<b>346.084.681</b>	<b>5%</b>	<b>882.872.712</b>	<b>7%</b>	<b>362.220.166</b>	<b>4%</b>
<b>Toplam</b>	<b>6.517.012.161</b>	<b>100%</b>	<b>12.605.316.775</b>	<b>100%</b>	<b>9.355.311.619</b>	<b>100%</b>

2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla bobin satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı %61'in üzerinde seyretmektedir. 2021 yılında toplam satışlar içerisindeki payı %34 olan konverting satışları 2023 yılında satışlar içerisindeki payını aynı seviyede korumuştur. Diğer satışlar, tekstil, enerji ve dönemsel olarak selüloz satışlarından oluşmakta olup özellikle enerji ve selüloz satışlarında yıllar bazında devamlılık arz eden bir satış stratejisi olmaması sebebiyle diğer satışların satışlar içerisindeki payı değişkenlik göstermektedir.

2021, 2022 ve 2023 yıllarında Şirket'in satış yaptığı yurt içi ve yurt dışı müşterilerinin sayısı aşağıdaki tabloda verilmiştir.

	2021	2022	2023
<b>Yurt İçi Müşteri Sayısı</b>	<b>723</b>	<b>783</b>	<b>752</b>
<b>Yurt Dışı Müşteri Sayısı</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>110</b>

Dönemler itibarıyla gerçekleşen satış miktarlarının dağılımı ile bir önceki yıla göre değişimleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ürün Grubu (Ton)	2021	%	2022	%	2023	%
<b>Bobin</b>	<b>101.434</b>	<b>68%</b>	<b>136.479</b>	<b>71%</b>	<b>130.844</b>	<b>70%</b>
<b>Değişim %</b>	<b>9%</b>		<b>35%</b>		<b>-4%</b>	
<b>Konverting</b>	<b>47.911</b>	<b>32%</b>	<b>55.688</b>	<b>29%</b>	<b>55.375</b>	<b>30%</b>
<b>Değişim %</b>	<b>17%</b>		<b>16%</b>		<b>-1%</b>	
<b>Toplam</b>	<b>149.345</b>	<b>100%</b>	<b>192.167</b>	<b>100%</b>	<b>186.219</b>	<b>100%</b>
<b>Değişim %</b>	<b>12%</b>		<b>29%</b>		<b>-3%</b>	

2022 yılında 12,6 milyar TL'lik satış cirosuna ulaşılırken satış tonajı da yıllar bazında artış göstererek 2022 yılında bir önceki yıla kıyasla %29 oranında artarak 192.167 ton seviyelerine ulaşmıştır. Bobin'de TM4 kağıt makinesinin de devreye girmesi ile birlikte 2022 yılında satış tonajı bir önceki yıla kıyasla %35 oranında artış gösterirken, konverting ürünlerinde 2022 ve 2021 yılında devreye giren yatırımlarında etkisi ile satış tonajı 2022 yılında bir önceki yıla kıyasla %16 oranında artmıştır. 2023 yılında konverting satış tonajını bir önceki yıla kıyasla benzer

seviyede korunurken bobin tonajında bir önceki yıla göre %4'lük düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün temel sebepleri arasında; 2023 yılı başlangıcında selüloz fiyatlarında yaşanan ani düşüşle tüm Dünya'da müşterilerin stok azaltması kaynaklı talep azalışı, Çin'de uzun süre etkisi yaşanan pandemi sürecinin atlatılmasının ardından üreticilerin çok hızlı biçimde düşen fiyatlarla ucuz selüloz temin etmesi ve Çin iç pazarındaki talebin artmamasına bağlı ihrac pazarlarında çok rekabetçi fiyatlar sunulması yer almaktadır.

Şirket, ürettiği ürünlerle markalı konverting alanındaki faaliyetlerini, yurt içi pazarı için Sofia, Maylo, Ultra Berrak; yurt dışı pazarı için Nua, ev dışı tüketim için Nua Professional markaları ile sürdürmektedir.

Şirket, mevcut markalı ürünlerinin yanı sıra müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda uygun çözümler ve ürün alternatifleri geliştirip özel markalı ürünler de üretmektedir.

Sofia

maylo

ultra  
Berrak

Nua

Nua  
Professional

Bitmiş ürün, konverting faaliyet alanında satış ve pazarlaması yapılmak üzere %100 saf selüloz hammaddeden üretilmiş temizlik kağıdı bobinlerinin konverting tesislerinde belirli sırayla çeşitli işlemlere tabi tutularak tüketicilerin kullanımına sunulabilecek çeşitli fonksiyonel özellikleri gösterecek farklı formlara getirilen hijyenik temizlik kağıdı ürünlerini ifade etmektedir. Şirket, konverting ürünleri kapsamında ev içi ve ev dışı kullanım alanlarında tüketilebilen hijyenik temizlik kağıdı kategorisinde tuvalet kağıdı ürünleri, kağıt havlu ürünleri, peçete ürünleri, mendil ürünleri ve diğer kağıt ürünleri olmak üzere 5 temel kağıt bitmiş ürün grubunun üretim, satış ve pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir. Diğer kağıtlar grubu altında bugün ağırlıklı medikal işlevde ürünler bulunmaktadır. Tüketicilere sunulan hijyenik temizlik kağıtları, farklı türlerde sarım, katlama ve kesim yöntemleri kullanılarak üretilmektedir. Ortaklaşan yöntemler Şirket'in konverting ürün sınıflarını belirlemektedir ve her bir ürün sınıfı, farklı özelliklere, boyutlara ve kullanım amaçlarına sahip çeşitli ürün tiplerini kapsamaktadır. Ürün portföyündeki tüm ürün grupları %100 saf selülozdan üretilmektedir ve mevcut üretim yapısında hiçbir ürün grubunda geri dönüşümlü kağıttan üretilen kağıtlar kullanılmamaktadır.

### İhracat

Şirket kuruluşundan itibaren 81 ülkeye ihracat yapmış olup son dört yıldır 62 ülkeye 100'den fazla müşteriye düzenli olarak ihracat faaliyetlerine devam etmektedir. Yurtdışı satışların Şirket'in toplam satışları içerisindeki payı 2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla, sırasıyla, %68, %71 ve %69'dur.

Şirket, bobin ihracat satışlarının yanı sıra ağırlıklı olarak yurt içinde satış yaptığı konverting ürünlerinin de yurt dışında satışına 2008 yılında başlamıştır. Bu doğrultuda halihazırda kimisi Türkiye'ye komşu ülkelerde kimisi ise uzak pazarlarda olan bayilikler oluşturulmuştur. Bobin alan yurt dışı müşterilerinin konverting ürün ihtiyaçlarını tamamlamak üzere gerçekleştirilen yurt dışı konverting satışları olduğu gibi Şirket, yurt dışında perakende veya ev dışı tüketim alanında bayilerinin girdiği ihaleler ile uzun süreli bağlantılar kurmaktadır.

TÜİK ve Şirket'in ihracat verilerine göre bobin ve bitmiş ürün sektörlerinde Şirket, Türkiye ihracatının 2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla, sırasıyla, %33, %36 ve %30'unu gerçekleştirmiştir.

### Üretim Kurulu Kapasitesi, Lokasyonları

Şirket, Ergene'de toplamda mülkiyetinde olan ve kiralanılan depolar dahil 300.000 m<sup>2</sup> alan üzerinde kurulu üretim tesisiyle faaliyetlerini sürdürmektedir. Kampüs içerisinde;

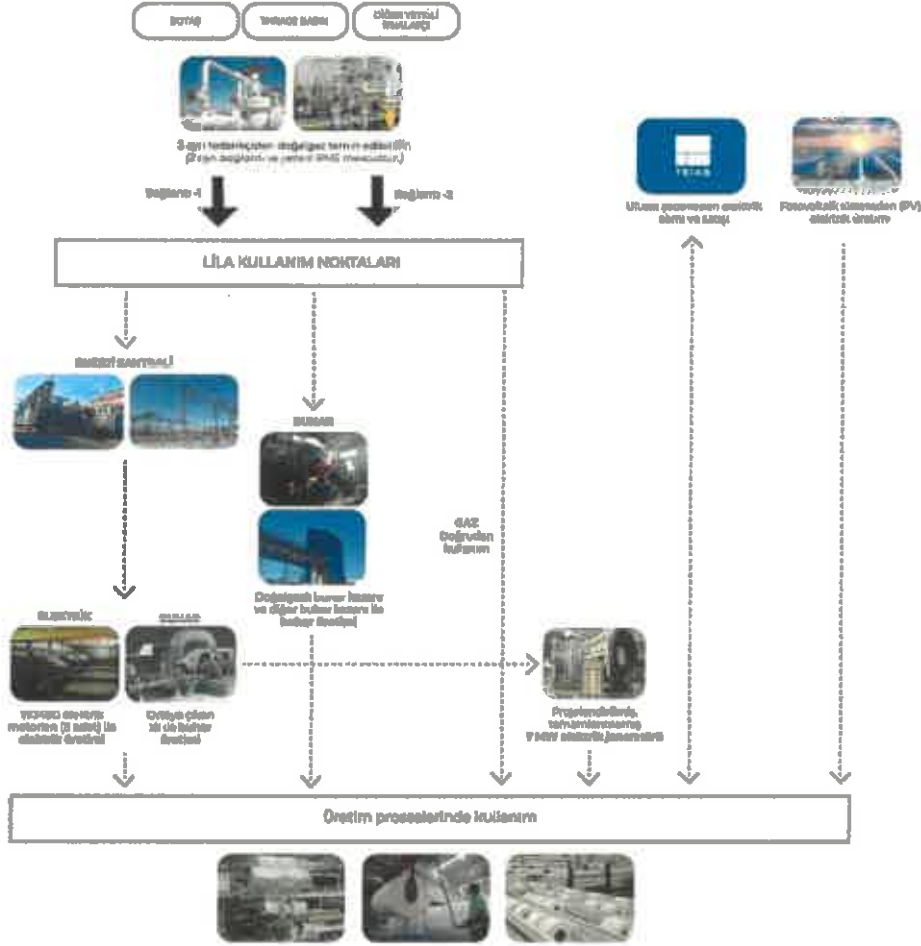
- Toplamda 271.042 ton brüt kapasiteli TM 1, TM 2, TM 3 ve TM 4 olmak üzere 4 adet kağıt üretim hattı ile,
- Toplamda 120 bin ton brüt kapasiteli 2 adet konverting tesisinde, 7 tane rulo üretim hattı ve 19 tane de katlamalı üretim hattı olmak üzere toplamda 26 adet üretim hattı ile,
- Bobin – mamul depo ve yedek parça depoları,
- İdari bina, enerji santrali, buhar kazanları, su depoları ve arıtma bulunmaktadır.

AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

### Enerji Santrali ve Alternatif Kaynaklar

Ergene fabrikada, elektrik ve buhar ihtiyacının karşılanması ve üretim faaliyetlerinin kesintisiz olarak devam etmesi amacıyla 2005 yılında kurulan kendisine ait bir enerji santrali bulunmaktadır.

Santralin 43,65 MW'lık elektrik üretim lisansı bulunmakta olup, gerekli olan miktar doğalgaz ve kömür kazanları aracılığıyla üretilmektedir. Bununla birlikte, tesis içerisindeki ekipman gücü 70 MW'a kadar üretim yapabilme imkanı tanımaktadır. Sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda; Ergene Fabrika'da 14,5 MW, Erzurum Fabrika'da 18 MW, Doğu Anadolu bölgesinde 17,5 MW olmak üzere toplam 50 MW'lık projelendirilmiş GES projesi de şirketin yenilenebilir enerji yatırım planları arasında yer almaktadır.



Şirket ağır sanayi sayılan bir sınıfta faaliyet göstermesi sebebiyle yüksek miktarda enerji tüketimi ile üretimini gerçekleştirebilmektedir. Bu sebeple Şirket'in dönemsel ve bölgesel olarak tüm doğal kaynaklara erişiminde kısıntı veya kesinti olması ihtimaline karşılık alternatif çözümleri mevcuttur.

- Ergene Fabrika'da halihazırda doğalgaz ile çalışan kojenerasyon enerji tesisinde motorlarda elektrik üretimi yapılırken atık ısısından da buhar üretilmektedir. Bu buhar kağıt makinelerinde kurutma amaçlı kullanılabilir. Ayrıca projelendirilmesi 2011 yılında tamamlanmış ancak dışarıya elektrik satışının ana faaliyet konusu dışında bırakılmasına karar verilmesi sebebiyle yatırımına ara verilmiş olan buhar türbini ile ilave elektrik üretilmesi potansiyeli, yatırımın tamamlanmasına bağlı olarak mümkün olabilir.
- Şirket aynı zamanda yüksek gerilim üzerinden bağlı bulunduğu ulusal elektrik ağından uygun maliyetli olması durumunda elektrik temin etmektedir.
- Yatırımına yeni başlanan yenilenebilir enerji kaynağı olarak çatı tipi güneş panelleri ile de önemli bir güç üretimi yapılmak suretiyle, elektrik çeşitliliği geliştirilmektedir.



- Şirket'in doğalgaz bağlantısı olarak da alternatif yerel ve ulusal bağlantı üzerinden imkanları ve gaz basıncı düzenleme ve ölçüm istasyonları mevcuttur.
- Buhar kaynağı olarak, Şirket'te kojenerasyon dışında, çeşitli farklı yakıtlarla çalışabilen buhar kazanları mevcuttur ve aktiftir.
- Su kaynağı olarak şirket üretiminde yeraltı ve şebeke suyu kullanabilmektedir.
- Bu altyapısı ile Şirket, hem kaynak çeşitliliği ile faaliyetlerini çeşitli risklere karşı savunma imkanı bulurken hem de dönemsel olarak piyasa talebine veya uluslararası emtia fiyatlarına bağlı değişkenlik gösteren enerji fiyatlarına karşı kısmi denge kurma imkanına sahiptir.

### Tedarik Zinciri

Şirket'in ihtiyaç duyduğu ana hammadde selülozdur. Şirket selüloz tedariki için Dünya çapında "market pulp" olarak adlandırılan, yani selüloz üreticilerinin kendi entegre tesislerine verdikleri miktar dışında kalanı müşterilerine satış yaptıkları geniş bir havuzdan selüloz temin etmektedir.

Selüloz türleri arasından hem kısa hem uzun elyaf ihtiyacını karşılamak üzere Şirket her yıl onlarca şirketin Türkiye veya yurt dışındaki mümessilleri ve distribütörleri ile görüşüp kontratlı alım yapma seçeneklerini değerlendirmektedir. Kontratlı alım yapılması durumunda karşılıklı taahhüdün getirdiği bir sonuç olarak alım fiyatları ve miktarları koşullara bağlanmaktadır. Şirket hem kontratlı hem kontratsız (spot) alım seçeneklerini her yıl özenle, aldığı piyasa danışmanlık ve istihbarat bilgileri dahilinde değerlendirip karara bağlamaktadır. Selüloz alımları, miktar, fiyat, kalite ve performans olarak izlenmekte ve raporlanmaktadır.

Bu doğrultuda Şirket'in satın alım yaptığı selülozların kıta bazlı tedarikçi dağılımı aşağıda verilmiş olup Şirket 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ağırlıklı olarak Güney Amerika'dan selüloz alımı yapmıştır. Avrupa'dan yapılan selüloz alımları çeşitli ülkelerden yapılmakta olup 2021 yılında toplam alımlar içerisindeki payı %37 seviyesindeyken 2023 yılında %34 seviyesine gerilemiştir.

Kıta Bilgileri (TL)	2021	%	2022	%	2023	%
Güney Amerika	1.851.731.252	63%	3.175.911.946	50%	1.869.771.573	61%
Avrupa	1.103.060.179	37%	3.200.161.005	50%	1.044.272.485	34%
Asya	-	-	-	-	156.755.189	5%
Toplam	2.954.791.431	100%	6.376.072.951	100%	3.070.799.247	100%

Şirket'in selüloz alımlarının ilgili dönemdeki satılan malın maliyeti içerisindeki payları dönemler itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

SMM Payı (TL)	2021	%	2022	%	2023	%
Selüloz	2.554.141.410	60%	5.025.785.515	61%	3.563.238.311	55%
SMM	4.229.590.941		8.209.907.804		6.536.034.604	

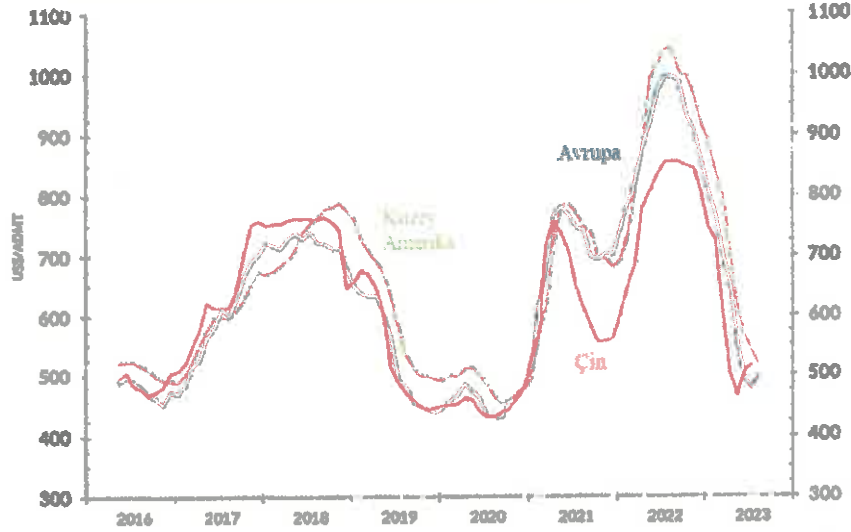
Selüloz alımlarının satılan malın maliyeti içerisindeki payı 2021 yılında %60 seviyesindeyken, 2022 yılında %61'e yükselmiştir. 2022 yılında bir önceki yıla göre hammadde, navlun ve diğer yan masraflar dahil selüloz maliyetleri %44 civarında artış gösterirken aynı zamanda enerji, işçilik gibi maliyetlerde enflasyon ile birlikte artmaya devam etmiştir. 2023 yılında ise selüloz fiyatları bir önceki yılın aynı dönemine göre %31 oranında düşüş gösterirken, yıllar içerisinde, artan doğalgaz ve elektrik maliyetleri ile birlikte ürün maliyeti içerisindeki enerji maliyetlerinin payı da önemli derecede artış göstermiş olup enflasyonist etki ile işçilik maliyetlerinin de payı artmıştır. Düşen selüloz maliyetlerine karşın artan enerji ve işçilik maliyetleri sebebiyle satılan malın maliyeti içerisindeki selüloz payı %55 seviyelerine gerilemiştir. Öte yandan, 2022 yıl sonundan 2023 yılına, bir önceki yıllara kıyasla yüksek selüloz stoku ile devir yapılmış olması sebebiyle 2023 yılında selüloz alımları önceki yıllara göre tonaj bazında daha düşük seviyede gerçekleşmiştir.

Selüloz anlaşmaları doğrultusunda siparişi verilen tonlarca selüloz gemilerle ve genelde açık denizden geçerek Şirket'e en uygun limana teslim edilmektedir. Şirket mevsimsel ve dönemsel hava koşulları ve lojistik zorluklarını dikkate alarak selüloz stoklamakta ve bu durum işletme sermayesinde kendisini göstermektedir. Türkiye'de ve yakın coğrafyada dünya çapındaki selüloz üreticilerinin imkan, miktar ve fiyatları ile rekabet edebilecek tesis bulunmaması sebebiyle sektör oyuncularını genelde değişken gün sayılarında selülozu kendi tesisi veya yakın noktalarda stoklama yaparak bu riski bertaraf etmeye çalışırlar.

Selüloz fiyatları dönemsel olarak arz-talep dengesinin değişmesine sebebiyet verebilen talep daralması veya yeni kapasite ortaya çıkması ile düşebilir veya selüloz tesislerinin bakım-geliştirme çalışmaları, global ısınmaya bağlı orman yangınları, seller ve hasat sorunları, fırtına, savaş veya diğer nakliye kısıtları sebebiyle yükselebilir.

Geçmiş yıllardan itibaren dünya çapında selüloz fiyat endeksindeki değişimler aşağıda paylaşılmaktadır.

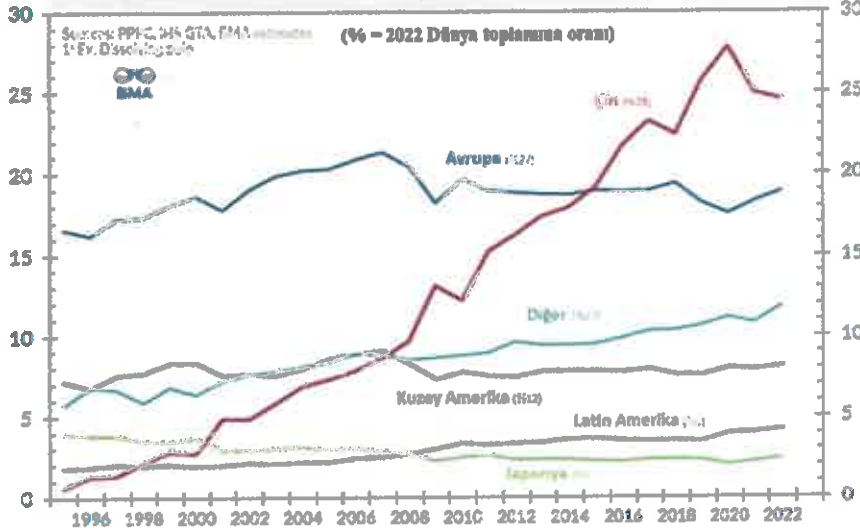
**BHK Endeksi – Net ABD Doları Fiyatlarıyla (2016-Ağustos 2023)**



Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

Son 25 yıla bakıldığında Dünya genelinde en fazla selüloz talebi Çin'de artmış ve güncel durumda tüm Dünya fiyatlarına en yüksek etkisi olan pazar haline gelmiştir.

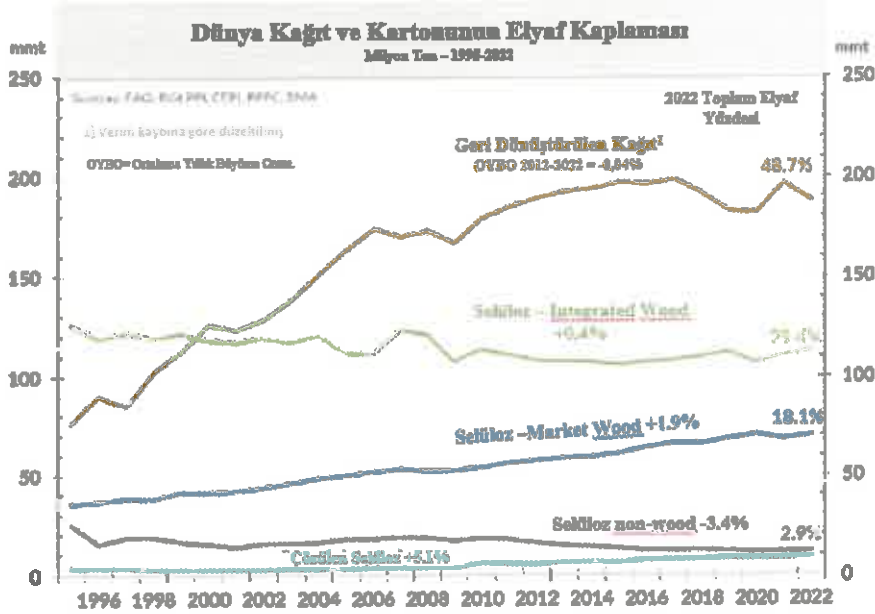
**2022 Yılı Bölgelere Göre Tahmini Selüloz Talebi**  
(Milyon Ton)



Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

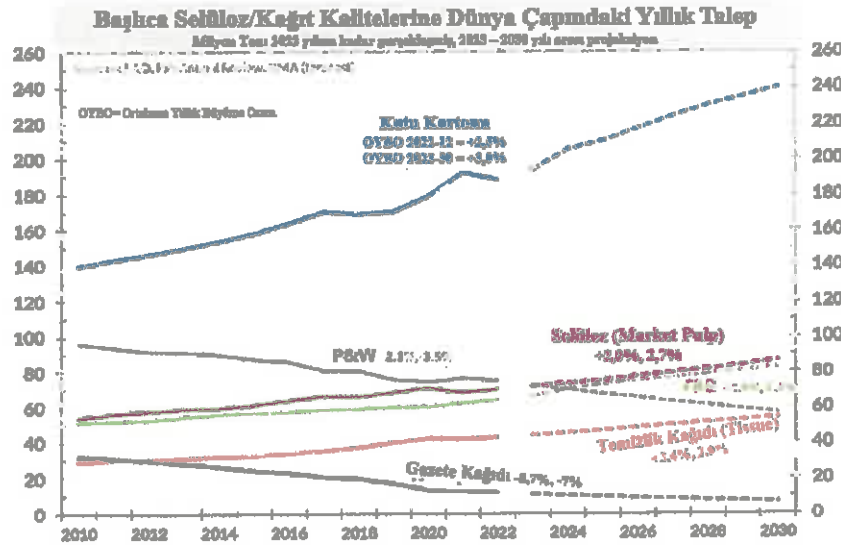
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

Dünya genelinde 2022 yılında 70 milyon tonun üzerinde ağaç temelli "Market Pulp" yani selüloz satışı olduğu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



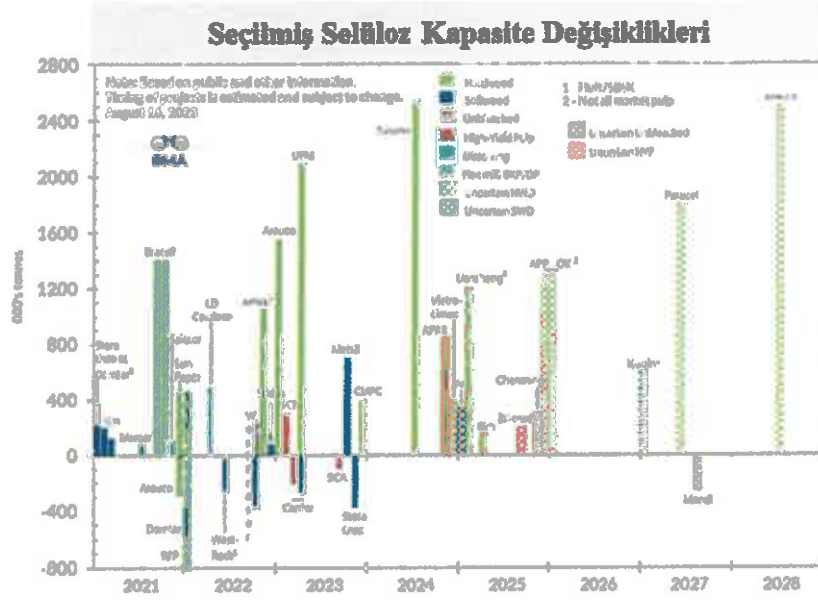
Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

2030 yılına kadar ham selüloz arzının dünya genelinde artacağı, 90 milyon tona ulaşacağı ve hangi tesislerin devreye girmesiyle değişim olacağı aşağıdaki iki grafikte gösterilmektedir.



Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

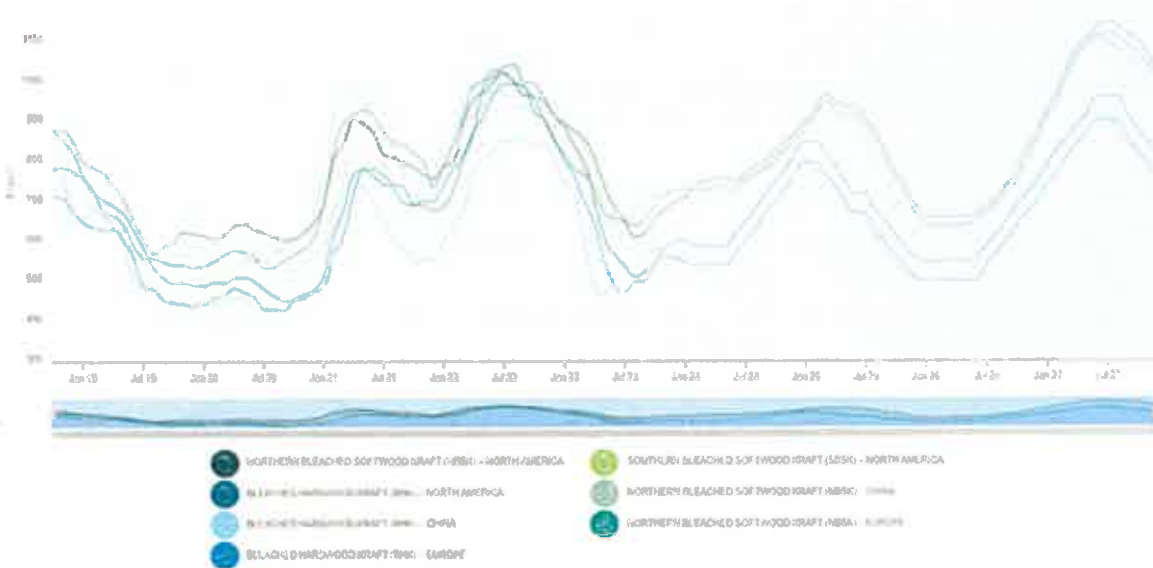
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

Şirket, RISI, BMA-TTO gibi sektöre özel araştırma şirketlerinden elde edilen raporlar dışında, orman ürünleri ve selüloz tedariki konusunda deneyimli sektör temsilcileri ve mümessillerle periyodik olarak görüşmeler yapılmakta, sektörel fuar ve konferanslara katılmaktadır. Şirket aynı zamanda yerel ve uluslararası sektörel platformlarda temsil edilip, öncü bilgi edinilmesi için iletişim kanallarında en ön sırada yer alacak biçimde konumlandırılmadan faydalanılmaktadır. Gelecekteki selüloz fiyatlarına dair güncel tahminler aşağıda gösterilmiştir.

### Fiyat Karşılaştırması



Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

Kağıt üretiminin ana hammaddesi olan selüloz fiyatlarındaki dalgalanmalar ürün fiyatlarını doğrudan etkilemektedir. Selüloz fiyatları, arz-talep dengesi, hava koşulları, ormancılık uygulamaları ve ticaret politikaları gibi faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Selüloz fiyatları Dünya genelinde yaşanan kağıt ürünlerine talep değişimleri, yeni selüloz üretim tesislerinin devreye girmesi veya mevcut tesislerin uzun süreli bakıma alınması, uluslararası deniz taşımacılığındaki lojistik kısıtları ve fiyatları, küresel ısınma sebebiyle ağaç yetiştirme ve toplamadaki olumsuz yönde değişimler ve daha bir çok faktörün etkisiyle yüksek dalgalanmalar yaşayabilmektedir. Selüloz fiyatları dönemsel olarak arz-talep dengesinin değişmesine sebebiyet verebilen talep daralması veya yeni kapasite ortaya çıkması ile düşebilir veya selüloz tesislerinin bakım-geliştirme çalışmaları, global ısınmaya bağlı orman yangınları, seller ve hasat sorunları, fırtına, savaş veya diğer nakliye kısıtları sebebiyle yükselebilir. Geçmişten bugüne kadar benzer bir dalgalanma ile hareket eden selüloz fiyatlarının önümüzdeki yıllarda da yukarıda sayılan faktörlere bağlı olarak değişkenlik göstermesi beklenmektedir.

### III. SEKTÖREL BİLGİLER

#### Genel Bakış

#### Kağıt sektörü ve alt gruplarının tanıtımı

Kağıt türleri kültürel ve endüstriyel olmak üzere 2 alt sınıfa ayrıştırılmaktadır. Bu sınıflardan talep gösterilen miktar olarak en yüksek olanları aşağıda listelenmiştir.

#### A) Kültürel Kağıtlar

1) **Yazı Tabı Kağıtları:** Üzerine yazı yazılabilir ve baskı yapılabilir nitelikte kağıtlardır. Kompozisyon itibarıyla kimyasal selülozdan veya kimyasal selüloz ile mekaniksel odun hamurundan oluşmaktadır. Ayrıca bu kağıtlara kullanım amacına bağlı olarak kaplama (kuşeleme) işlemi uygulanmaktadır.

2) **Gazete Kağıdı:** Yüksek oranda mekaniksel odun hamuru ile düşük oranlarda kimyasal selüloz ihtiva eden ve özellikle gazete basımı için kullanılan kağıtlardır.

#### B) Endüstriyel Kağıtlar

1) **Sargılık Kağıtlar:** Selüloz, atık kağıt ve odun hamurundan elde edilen ambalaj malzemesi olarak kullanılan kağıtlardır.

2) **Temizlik Kağıtları:** Selüloz ve atık kağıttan, az miktarda odun hamuru içeren düşük gramajlı kağıtlardır.

3) **Kraft Torba Kağıdı:** Beyazlatılmamış ya da beyazlatılmış kraft selülozdan yapılan çok dayanıklı ambalaj kağıdıdır.

4) **Oluklu Mukavva Kağıtları:** Bir veya daha fazla oluklu tabakanın alt ve/veya üst yüzeylerinin düz tabaka (kraft liner) ile kaplanmasıyla meydana gelen bir üründür. Ambalaj kutularının imalinde ve kırılğan eşyanın paketlenmesinde separatör ve destekleyici olarak kullanılır.

5) **Kartonlar:** Yüksek gramajlı, kalın, tek veya çok katlı olabilen kağıtlardır. Kullanım amacına bağlı olarak çok çeşitli adlarda ve özelliklerde üretimi yapılmaktadır.

6) **Sigara ve İnce Özel Kağıtlar:** Genellikle kendir, keten, jüt ve paçavra selülozdan üretilen yüksek mukavemetli ve düşük gramajlı kağıtlardır.

**Kaynak:** [https://mmo.org.tr/sites/default/files/e789321dc4a9ff8\\_ek.pdf](https://mmo.org.tr/sites/default/files/e789321dc4a9ff8_ek.pdf)

Şirket'in faaliyet gösterdiği alan temizlik kağıtları olup, karton ve yazı tabı kağıtlarına göre daha ince, krepli, çoğunlukla %100 selülozdan üretilmektedir. Şirket'in sahip olduğu tesiste diğer kağıt türleri üretilmez, aynı şekilde diğer kağıt türlerine özel geliştirilmiş kağıt makinelerinde de temizlik kağıdı üretilmesi mümkün olmamaktadır.

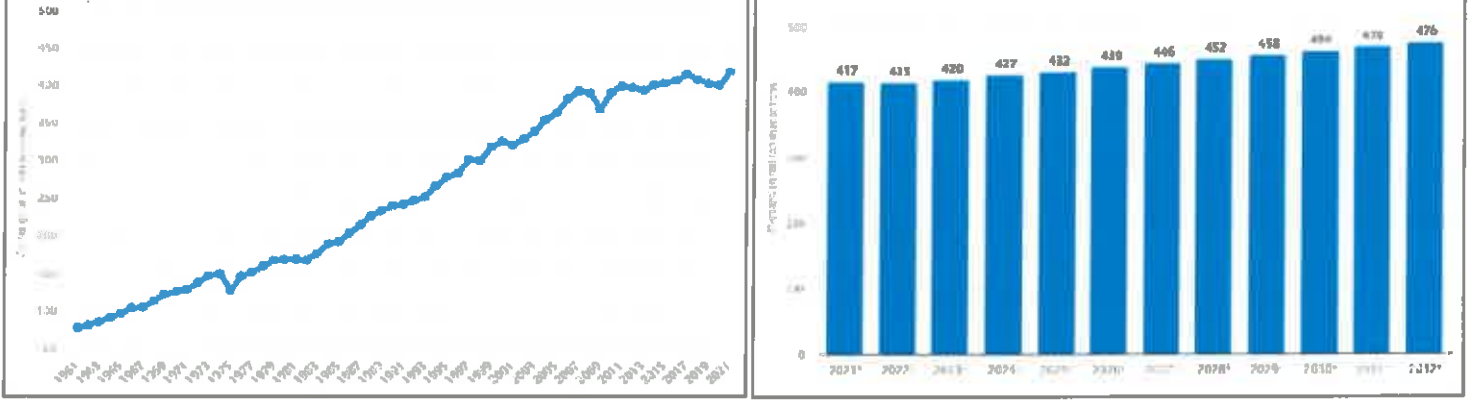
Temizlik kağıtları çoğu diğer kağıt türü gibi farklı bir fonksiyon görmek, bir başka ürünün yanında, etrafında verilmek, bir başka ürünü korumak, taşımak gibi rolleri olmaması sebebiyle ve perakendede yoğun satılabilen bir tür olmasıyla ayrışır.

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ**

### Dünya'da ve Türkiye'de kağıt sektörü güncel durumu ve gelecek beklentileri

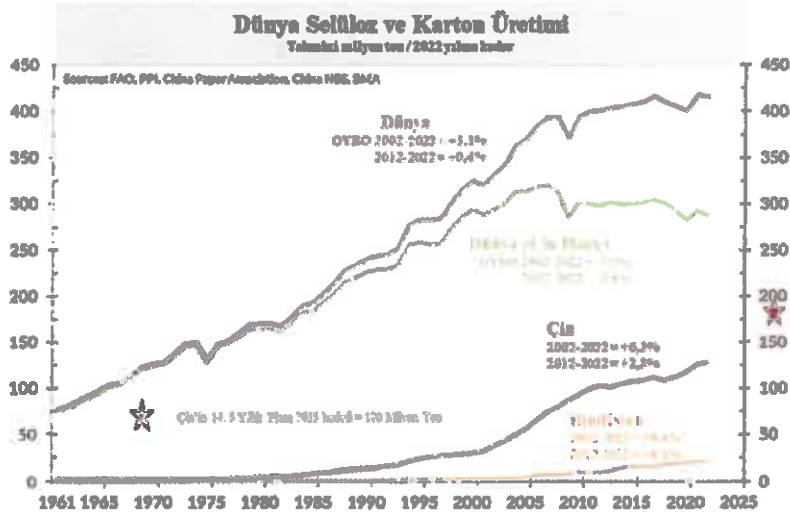
#### Dünyada Kağıt Sektörü:

2021 yılında Dünya genelinde küresel kağıt ve karton tüketimi 417 milyon metrik tona ulaşmış, 1990'daki seviyelere göre neredeyse %75 artmıştır. Küresel kağıt tüketiminin önümüzdeki yıllarda daha da artarak 2030 yılına kadar 460 milyon tonu aşması beklenmektedir.



**Kaynak Tablo 1:** <https://www.statista.com/statistics/270319/consumption-of-paper-and-cardboard-since-2006/>

**Kaynak Tablo 2:** <https://www.statista.com/statistics/1089078/demand-paper-globally-until-2030/>



**Kaynak:** BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü Araştırma & Danışmanlık Şirketi

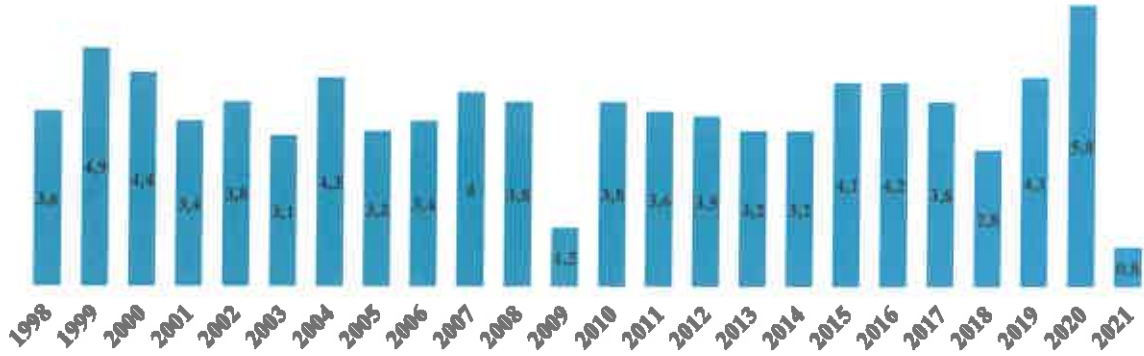
#### Dünyada Temizlik Kağıdı Sektörü:

Temizlik kağıtları 2021 yılı istatistiklerine göre (BMA-TTO 2021 yılı raporu), Dünya kağıt tüketiminin yaklaşık %10'luk kısmını oluşturmaktaydı. Dünya çapında yaşanan dijitalleşmenin etkisiyle geçmiş yıllarda çok daha yüksek ağırlık payına sahip yazı-tabı ve gazete kağıtları son 20 yılda şiddetli düşüş gösterirken temizlik kağıtları önemli bir büyüme göstermiştir. Sektör araştırmacılarının bulgularına göre, nüfus ve hane sayısı artışı, eğitim gelişimi, ekonomik gelişmeye bağlı refah artışı, ev dışı tüketim alışkanlıklarının ve turizmin gelişimi ve daha pratik hijyen arayış trendlerinin etkisiyle temizlik kağıdı kullanımı yaygınlaşmaktadır.

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
A.Ş. MENKUL ŞİRKETİ**



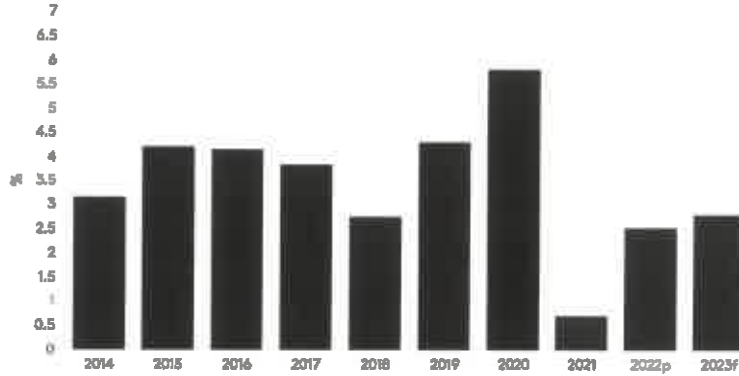
## Temizlik Kağıdı Tüketiminde Yıllara Göre Büyüme (%)



Kaynak: <https://europeantissue.com/wp-content/uploads/2023/05/Growth-of-Global-Tissue-Mkt-to-2021.jpg>

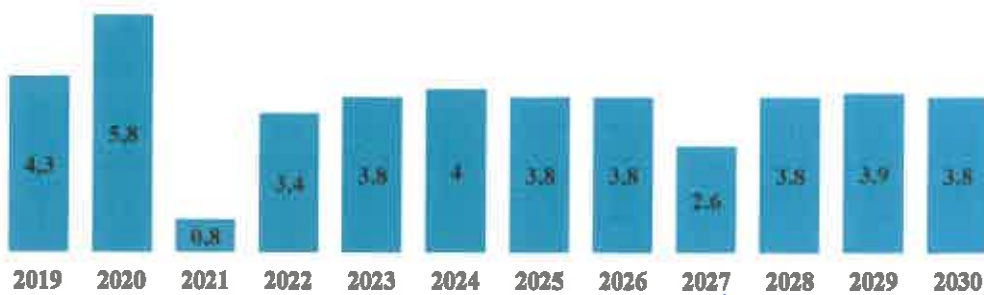
Yapılan son analizlere göre, mevcut küresel ekonomik durum göz önüne alındığında, 2023 yılında temizlik kağıdı talebinde artışın bir nebze daha az gerçekleşeceği değerlendirilmektedir. Diğer yandan ise özellikle Uzak Doğu'daki kağıt ve mendil talebinin tekrardan büyüme eğilimine geri dönmesi ve gelişmekte olan ekonomik bölgelerdeki diğer birçok pazarın da büyümesi beklenmektedir. 2023 yılı için küresel temizlik kağıdı talebinin büyümesine ilişkin son öngörüler enflasyon ve selüloz fiyatlarındaki dalgalanma sebebiyle uzun vadeli büyüme çizgisinin altındadır (%2,8).

## 2014'ten bu yana dünya temizlik kağıdı tüketimindeki büyüme



Source: [europeantissue.com](https://europeantissue.com)

## 2030'a Kadar Tüketim Artış Öngörülere (%)

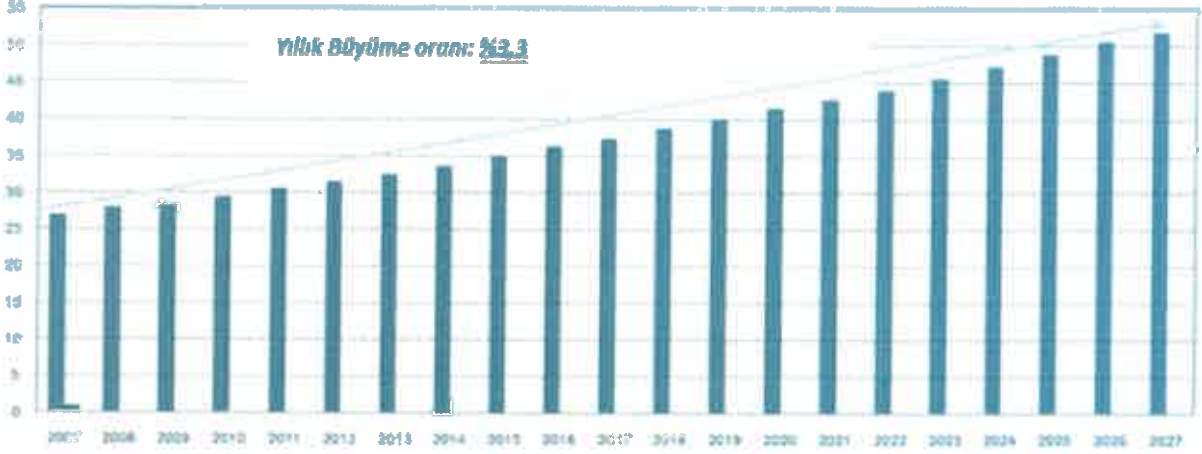


Kaynak: <https://europeantissue.com/wp-content/uploads/2023/05/Forecasted-global-growth-rate-to-2030.jpg>



Tissue world magazin tarafından 2022 yılında yayınlanan yazıda dünya genelinde 40 milyon tonun üzerinde temizlik kağıdı tüketimi gerçekleştirildiği ifade edilmiştir. Aynı yazıda öntümüzdeki 4 yıl içerisinde dünyadaki temizlik kağıdı tüketiminin 50 milyon tonun üzerine çıkması öngörülmektedir.

**Dünyada Temizlik Kağıdı Tüketim Gelişimi ve Öngörüsü (Milyon Ton)**



(Kaynak: <https://www.tissueworldmagazine.com/departments/marketissues/global-average-per-capita-tissue-consumption-stands-at-above-5kg-but-10kg-is-possible/>)

**Türkiye’de Kağıt Sektörüne Genel Bakış**

Temizlik kağıdının da içinde yer aldığı “kağıt-karton” sektöründe, Türkiye’nin üretim kapasitesi 2022 yılında 2021 yılına kıyasla %9,8’lik bir artış göstererek 6,8 milyon tona yükselmiş olup 2023 yılında 2022 yılına kıyasla %3,5’lik bir artış göstererek 7 milyon tona ulaşmıştır. 2023 yılında temizlik kağıdı sektöründe yeni makine yatırımları ve modernizasyonlar ile son 1 yılda %11’lik kapasite artışı gerçekleşerek yıllık 1,4 milyon tonluk kapasiteye ulaşılmıştır.

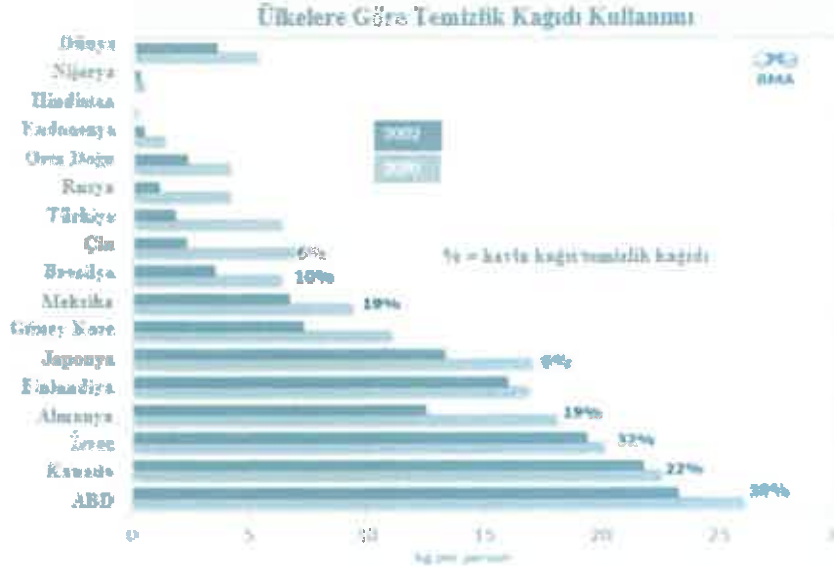
Kağıt-Karton Kapasitesinin Alt Gruplara Göre Dağılımı					
Kağıt Türü (ton)	2021	2022	2021/2022 (%)	2023	2022/2023 (%)
Gazete Kağıdı	-	-	-	-	-
Yazı-Tabı Kağıdı	342.000	342.000	-	342.000	-
Sargılık Kağıtlar	152.500	152.500	-	152.500	-
Oluklu Mukavva Kağıtları	3.606.000	3.676.000	2%	3.771.000	3%
Kartonlar	827.500	1.312.500	48%	1.312.500	0%
Temizlik Kağıtları	1.157.000	1.282.000	11%	1.422.000	11%
Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar	15.000	15.000	-	15.000	-
<b>Toplam</b>	<b>6.100.000</b>	<b>6.780.000</b>	<b>10%</b>	<b>7.015.000</b>	<b>3%</b>

Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı 2023 ve 2022 Yılı Raporları (SKSV)

Türkiye’de kağıt-karton üretimi, 2022 yılında %3,8 artarken, temizlik kağıdı alanındaki üretim artışı %20,6 seviyesine ulaşarak sektör ortalamasının daha üzerinde gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise kağıt-karton üretimi 2022 yılına göre %3 azalırken, temizlik kağıdı alanındaki üretim artışı %1 seviyesine ulaşarak sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşmiştir.

**Türkiye Temizlik Kağıdı Sektörü ve Türkiye’nin bu sektördeki Konumu**

85 milyonun üzerinde nüfusa sahip Türkiye’de kişi başına temizlik kağıdı tüketiminin yıllık ortalamada 7-8 kg düzeyinde olduğu tahmin edilmektedir. Sektörün Türkiye’de toplam üretim ve satış bilgilerini toplayarak yayın yapan tek kaynak Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı’dır. Perakende üzerinden ev içi kullanım için satılan miktara dair araştırma raporları ve tahminleme yapılmaktayken, ev dışı tüketimde yapılan tahminlerde sapma oranı daha da yüksek olabilmektedir. Bununla birlikte rekabet gereği üretici-satıcı-perakende ve tüketim noktalarındaki kurumlar çeşitli bilgileri sağlamaktan çekinmekte dolayısıyla genel bir tahmin yapılması suretiyle Pazar büyüklüğü belirlenmektedir. İlgili konuda bu sebeple birden fazla kaynağa yer verilmektedir.



**Kaynak:** <https://www.tissueworldmagazine.com/departments/marketissues/global-average-per-capita-tissue-consumption-stands-at-above-5kg-but-10kg-is-possible/> (2019)

Amerikan kökenli araştırma şirketi BMA-TTO'ya göre Türkiye'deki tüketim 2020 yılında kişi başı 7 kg seviyesinde olmuştur. SKSV'nin 2023 yılı raporunda ise Türkiye'de 664.988 ton tüketim olduğu tahmini yer almaktadır. Bu rakam karşılığında kişi başı 8 kg/yıl bulunmaktadır. Türkiye'nin tüketimi dünya ortalamasının az üzerinde olmasına rağmen, Çin'in az miktarda gerisindedir. Kişi başına yıllık tüketim Avrupa'da ortalama 15 kg, Amerika'da ise 25 kg civarındadır. 2023'te ise resesyon etkisi ve Çin'deki ekonomik yavaşlamanın nerede sonuçlanacağına dair kuşku duyurmaktadır.

Türkiye, 2022 yılında temizlik kağıdı alanında kurulu kapasitesinin %90'ı oranında üretim gerçekleştirmişken bu oran 2023 yılında %82'ye gerilemiştir. 2023 yılında temizlik kağıtları üretiminde bir önceki yıla göre %1 oranında artış olduğu görülmektedir. (Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı 2023 ve 2022 Yılı Raporları (SKSV))

Türkiye'nin 2022 yılındaki temizlik kağıdı üretimi Dünya tüketiminin %3'e yakın kısmını oluşturmaktadır. (Kaynak: BMA-TTO Amerikan Selüloz ve Kağıt sektörü 2022 yılı Araştırma Raporu ve Kağıt Sanayii Vakfı 2022 Yılı Raporu)

Türkiye'de Kağıt-Karton Üretiminin Alt Gruplara Göre Dağılımı					
Kağıt Türü (ton)	2021	2022	2021/2022 (%)	2023	2022/2023 (%)
Gazete Kağıdı	-	-	-	-	-
Yazı-Tabı Kağıdı	272.500	280.250	3%	262.000	-7%
Sargılık Kağıtlar	90.000	98.700	10%	60.600	-39%
Oluklu Mukavva Kağıtları	3.049.240	2.916.812	-4%	2.914.520	0%
Kartonlar	754.578	943.367	15%	827.322	-12%
Temizlik Kağıtları	958.778	1.156.178	21%	1.168.038	1%
Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar	5.000	5.000	-	5.000	-
<b>Toplam</b>	<b>5.130.096</b>	<b>5.400.307</b>	<b>4%</b>	<b>5.237.480</b>	<b>-3%</b>

**Kaynak:** Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı 2023 ve 2022 Yılı Raporları (SKSV)

2022 yılında yeniden düzenlenen yurt içi temizlik kağıdı satışları, 682 bin ton olarak gerçekleşmiş ve son bir yılda %9 artmıştır. 2023 yılında ise yurt içi temizlik kağıdı satışları, 665 bin ton olarak gerçekleşmiş ve son bir yılda %3 azalmıştır. Bu rakam toplam kağıt satışının %10'unu oluşturmaktadır.

Yurt İçi Satışların Alt Gruplara Göre Dağılımı					
Kağıt Türü (ton)	2021	2022	2021/2022 (%)	2023	2022/2023 (%)
Gazete Kağıdı	113.932	106.656	-6%	87.281	-18%
Yazı-Tabı Kağıdı	921.579	1.028.058	12%	909.771	-12%

Sargılık Kağıtlar	355.096	463.501	31%	336.912	-27%
Oluklu Mukavva Kağıdı	3.373.230	3.145.489	-7%	3.327.883	6%
Kartonlar	1.411.552	1.723.160	17%	1.465.834	-15%
Temizlik Kağıtları	655.512	682.573	4%	664.988	-3%
Sigara ve İnce, Özel Kağıtlar	26.114	27.387	5%	25.766	-6%
<b>Toplam</b>	<b>6.857.015</b>	<b>7.176.824</b>	<b>4%</b>	<b>6.818.435</b>	<b>-5%</b>

Kaynak: Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı 2023 ve 2022 Yılı Raporları (SKSV)

### İthalat ve İhracat

Türkiye’de üretim ve kapasitenin artmasıyla birlikte temizlik kağıdı ithalatı her yıl azalmaktadır. 2023 yılında Türkiye’den ithal edilen temizlik kağıdı miktarı, toplam kağıt ithalatının sadece %0,3’ünü oluşturmaktadır.

İthalatın Alt Gruplara Göre Dağılımı					
Kağıt Türü (ton)	2021	2022	2021/ 2022 (%)	2023	2022/ 2023 (%)
Temizlik Kağıtları	4.957	3.611	-27%	7.496	108%
<b>Toplam Kağıt</b>	<b>2.521.219</b>	<b>2.968.449</b>	<b>18%</b>	<b>2.565.985</b>	<b>-14%</b>

Kaynak: TÜİK ve Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı 2023 ve 2022 Yılı Raporları (SKSV)

İhracatta ise; 2022 yılında temizlik kağıdında %14’lük bir büyüme gerçekleşmiştir. Özellikle kağıt üretimi %18’lik bir artış gösterirken, ürün ihracatı ise yurtiçi satışların artması ile yatay bir seyir göstermiştir. 2023 yılında ise enflasyon ve selüloz fiyatlarındaki dalgalanmalar ürün bobin ihracat artışını yavaşlatmış olup bir önceki yıla göre %11 artış göstermiştir. Konverting ürün ihracatı bir önceki yıla göre %20 oranında artış göstermiş olup Türkiye’den yapılan ihracat bir önceki yıla göre %13 artış göstermiştir. Öte yandan, Türkiye’de son yıllarda yapılan yatırımlar ile temizlik kağıdı üretiminde önemli bir ülke olma yolunda ilerleme kaydetmektedir.

İhracatın Alt Gruplara Göre Dağılımı					
Kağıt Türü (ton)	2021	2022	2021/ 2022 (%)	2023	2022 / 2023 (%)
Bitmiş Ürün İhracatı	83.336	82.795	-1%	98.946	20%
Bobin İhracatı	311.561	368.979	18%	410.478	11%
<b>Toplam</b>	<b>394.897</b>	<b>451.775</b>	<b>14%</b>	<b>509.424</b>	<b>13%</b>

Kaynak: TÜİK

SKSV yayınlarından elde edilen bulgulardan bir tanesi de 2023 yılındaki Türkiye Kurulu kapasitesinin %82’sinin kullanıldığıdır. Dolayısıyla Türkiye yeni eklenen kapasite ve yatırımların etkisine ilaveten mevcut kapasite kullanım oranını da yükseltmesi durumunda, temizlik kağıdı ürünlerinde çok daha fazlasını üretme ve ihraç etme potansiyeline sahiptir. Türkiye, özellikle son 25 yılda yapılan yatırımların etkisiyle önceleri daha geride olduğu temizlik kağıtları üretim kapasitesi ve üretim miktarı açısından önemli bir yol kat etmiş ve diğer kağıt türlerinde daha geride olmasına rağmen, bu alanda Dünya’nın en önemli üretim ve ihracat ülkeleri arasına girebilmiştir.

The Observative of Economic Complexity (OEC) tarafından yapılan araştırmaya göre ülkelerin temizlik kağıdı sektöründeki tüketim değerleri baz alındığında, kategoriler toplamında, Türkiye 7. sırada yer almaktadır. Yapılan analize göre 2021 yılında Türkiye’nin temizlik kağıdı alanındaki ihracı sevk olduğu ülkelerde 1,2 milyar ABD Doları değer oluşturmuştur. Bu analizden sonraki yıllarda Şirket’inde aralarında bulunduğu Türk üreticilerinin devreye giren kapasiteleri dikkate alındığında daha da üst sıralara yükselme ihtimali vardır.

Kıta	Ülke	Sıra	Toplam Değer (ABD Doları)
Asya	Çin	1	4.385.055.472
Avrupa	Almanya	2	2.958.352.923
Kuzey Amerika	ABD	3	1.778.522.057
Avrupa	İtalya	4	1.761.307.487
Avrupa	Polonya	5	1.758.179.461
Kuzey Amerika	Kanada	6	1.474.490.387
Asya	Türkiye	7	1.214.121.173
Avrupa	Hollanda	8	1.149.170.134
Avrupa	Çekya	9	1.092.475.176

Avrupa	İsveç	10	987.055.936
Avrupa	Fransa	11	957.601.690
Asya	Japonya	12	928.343.543
Avrupa	Belçika	13	925.731.290
Asya	Endonezya	14	883.269.802
Kuzey Amerika	Meksika	15	823.413.931
Avrupa	İspanya	16	709.754.997
Avrupa	Macaristan	17	531.451.578
Avrupa	Slovakya	18	504.492.565
Avrupa	Rusya	19	454.067.624
Avrupa	Yunanistan	20	398.010.914

Kaynak: <https://oec.world/en/profile/country/tur#historical-data>

### **Şirket'in Sektördeki Konumu Hakkında Bilgi:**

Şirket kuruluşundan itibaren net ihracatçı konumunda olma vizyonunu hedeflemiş ve bu vizyonu hayata geçirecek stratejiler oluşturmuştur. Bu kapsamda Şirket, Türkiye'den yapılan hijyenik temizlik kağıdı kategorisinde Bobin ve Konverting ürün ihracatında tonaj liderliğini yıllar önce elde etmiş ve bu konumunu günümüzde de korumaktadır.

Şirket, 2023 yılındaki 243.784 tonluk net kağıt üretim kapasitesi ile Selüloz ve Kağıt Sanayii Vakfı 2023 yılı raporunda belirtilen 1.422.000 tonluk kapasitenin %17'sini oluşturmaktadır.

Şirket, 2022 yılında gerçekleştirdiği üretim ile aynı yıl Dünya tüketiminin binde 4,5'lük kısmını gerçekleştirmiştir. Şirket'in 2023 yılındaki kurulu kapasitesi değerlendirildiğinde bu rakamın binde 5,6'ya kadar ulaşma potansiyeli bulunmaktadır. Buna ek olarak Şirket, mevcut toplam temizlik kağıdı üretim kapasitesiyle Avrupa, Ortadoğu ve Afrika'nın en büyük 10'uncu, bu bölgelere ek olarak Kuzey ve Güney Amerika kıtaları dahil edildiğinde 20'inci, tüm Asya (Çin, Rusya, Endonezya, Japonya) ve Avustralya dahil olarak Dünya'nın ise en büyük 34'üncü kapasitesine sahiptir. İlgili sıralamada 100. yılını kutlamış olanların yanı sıra selüloz tesisleri ile entegre olanlar veya hızlı tüketim alanında çok sayıda kategoride faaliyet gösteren global şirketlerin yer aldığı dikkate alındığında kısa sürede elde edilen pozisyonun değeri daha fazla ortaya çıkmaktadır. (Kaynak: AFRY AB (küresel erişime sahip İsveçli bir mühendislik, tasarım ve danışmanlık hizmetleri şirketi) 2023 yılı Kasım ayı verileri).

2022 yılı SKSV raporuna göre Türkiye'de temizlik kağıdı tüketimi 682 bin ton civarı olup, Şirket'in 2022 yılı net kağıt satışı 192.167 ton olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise SKSV raporuna göre Türkiye'de temizlik kağıdı tüketimi 665 bin ton civarı olup, Şirket'in 2023 yılı net kağıt satışı 186.219 ton olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan Şirket'in 2023 yılında net kağıt üretim kapasitesi 244 bin tondur. Bu kapsamda 2023 yılında Şirket kağıt kapasitesi Türkiye temizlik kağıdı tüketiminin %37'sine denk gelmekte olup 2023 yılında yapılan satışlar ile Türkiye tüketiminin %28'ini karşılayacak konumdadır.

### **Türkiye'deki Pazar Payı**

2023 Ipsos Hane Tüketim Paneli Araştırması verilerine göre;

- 2023 yılında Türkiye'deki hanelerin %87,8'i en az 1 kez 1 paket tuvalet kağıdı, %86,7'si en az 1 kez 1 paket havlu kağıt satın almıştır. (Ipsos Hane Tüketim Paneli Araştırması- 2023)
- 2023 yılında Türkiye'deki hanelerin %39,7'si Şirket'e ait markaların (Sofia, Maylo, Berrak) ürünlerinin herhangi birinden en az 1 kez satın almıştır. Ipsos Hane Tüketim Paneli araştırması 2023 yılı sonuçlarına göre Türkiye'de bulunan 9.432.690 haneye Şirket'e ait markaların (Sofia, Maylo, Berrak) ürünlerinin herhangi biri en az 1 kez girmiştir. (Ipsos Hane Tüketim Paneli Araştırması- 2023)

### **İhracatta Pazar Payı ve İhracat Liderliği**

Aşağıdaki tabloda sunulmakta olan TÜİK ve Şirket'in ihracat verilerine göre bobin ve bitmiş ürün sektörlerinde Şirket, Türkiye ihracatının 2021, 2022 yılları ve 2023 yılları itibarıyla, sırasıyla, %33, %36 ve %30'unu gerçekleştirmiştir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



Lila Kağıt İhracat Payı	2021 İhracat Tutarı (Bin ABD Doları)		Lila Kağıt İhracat Payı %	2022 İhracat Tutarı (Bin ABD Doları)		Lila Kağıt İhracat Payı %	2023 İhracat Tutarı (Bin ABD Doları)		Lila Kağıt İhracat Payı %
	Türkiye	Lila Kağıt (*)		Türkiye	Lila Kağıt (*)		Türkiye	Lila Kağıt (*)	
Bobin	320.750	132.930	41%	566.145	242.783	43%	517.836	187.069	36%
Konverting	139.987	17.637	13%	164.104	22.326	14%	207.724	28.463	14%
<b>Toplam</b>	<b>460.737</b>	<b>150.567</b>	<b>33%</b>	<b>730.249</b>	<b>265.109</b>	<b>36%</b>	<b>725.560</b>	<b>215.532</b>	<b>30%</b>

Yukarıdaki tabloda yer alan veriler 31 Aralık 2023 satın alım gücüne göre endekslenerek ifade edilmemiştir.

(\*) İhracat ve ihraç kayıtlı olarak yapılan satışların fiili olarak çıkış verileridir.

Kaynak: Tuik Türkiye İhracat verileri ve Şirket detaylı satış verilerinin hesaplamasından elde edilmektedir.

<https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/disticaret.zul?param1=23&param2=4&sitcrev=0&isicrev=0&sayac=5802>

<https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/disticaret.zul?param1=25&param2=4&sitcrev=0&isicrev=0&sayac=5802>

Şirket'in Türkiye'nin ihracatı içindeki payı 2023 yılında 2022 yılı ile kıyaslandığında konverting için seviyesini korurken, bobin ihracat payında düşüş gerçekleşmiştir. 2023 yılındaki bobin ihracat payındaki düşüşün temel sebepleri arasında; 2023 yılı başlangıcında selüloz fiyatlarında yaşanan ani düşüşle tüm Dünya'da müşterilerin stok azaltması kaynaklı talep azalışı, Çin'de uzun süre etkisi yaşanan pandemi sürecinin atlatılmasının ardından üreticilerin çok hızlı biçimde düşen fiyatlarla ucuz selüloz temin etmesi ve Çin iç pazarındaki talebin artmamasına bağlı ihracat pazarlarında çok rekabetçi fiyatlar sunulması yer almaktadır. Şirket'in kendi stratejisi kapsamında karlılıktan ödün verilmemesi adına bobin satış miktarlarında bir önceki seneye göre düşüş yaşanmıştır. Şirket'in toplam satışları içerisindeki ihracat oranı 2022 yılında %71 iken 2023 yılında bu oran %69 olarak gerçekleşmiştir. Ek olarak, Şirket'in ihracat payında %2 seviyesinde bir değişim olurken, Türkiye'den yapılan ihracattaki Şirket payının düşmesinin bir diğer sebebi, TÜİK verilerine göre ihracat yapan diğer şirketlerin payındaki artıştır.

Şirket'in bobin ve konverting ürün satışlarına ilişkin hedef ülkelerin Türkiye toplam ihracatı içerisindeki pazar payları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Ülke& Bölge	2021 Toplam İhracat İçerisindeki Tonaş Pazar Payı(%)	2022 Toplam İhracat İçerisindeki Tonaş Pazar Payı(%)	2022 12 Aylık Hasılat (Bin ABD Doları)	2023 Toplam İhracat İçerisindeki Tonaş Pazar Payı(%)	2023 12 Aylık Hasılat (Bin ABD Doları)
İngiltere	64%	55%	113.339	46%	77.374
İsrail	21%	29%	39.121	25%	30.094
Romanya	71%	72%	22.260	62%	21.365
ABD	59%	81%	45.175	41%	21.344
Yunanistan	19%	23%	15.027	33%	11.820
Ukrayna	57%	71%	7.467	46%	10.670
Srb.Karadağ	0%	0%	505	0%	8.043
Hırvatistan	61%	49%	1.888	97%	6.582
Fas	19%	11%	3.439	15%	5.992

Yukarıdaki tabloda yer alan veriler 31 Aralık 2023 satın alım gücüne göre endekslenerek ifade edilmemiştir.

İhracat ve ihraç kayıtlı olarak yapılan satışların fiili olarak çıkış verileridir.

Kaynak: Tuik Türkiye İhracat verileri ve Şirket detaylı satış verilerinin hesaplamasından elde edilmektedir.

<https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/disticaret.zul?param1=23&param2=4&sitcrev=0&isicrev=0&sayac=5802>

<https://biruni.tuik.gov.tr/disticaretapp/disticaret.zul?param1=25&param2=4&sitcrev=0&isicrev=0&sayac=5802>

#### IV. FİNANSALLAR HAKKINDA BİLGİLER

Şirket'in, özel bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır. Şirket'in bağlı ortaklığı 2023 yılında kurulduğundan 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihli finansal tablolar konsolide olmayan solo Şirket finansal verilerinden oluşmakta olup 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolar konsolide finansal verilerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2023 tarihli konsolide finansal tablolar ve önceki dönemlere ait ilgili tutarlar, fonksiyonel para biriminin genel satın alma gücündeki değişiklikler için yeniden düzenlenmiştir ve sonuç olarak, TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı uyarınca raporlama dönemi sonunda geçerli olan ölçüm birimi cinsinden ifade edilmiştir. 31 Aralık 2022 ve 2021 tarihli finansal tablolarda yer alan tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe 31 Aralık 2023 satın alım gücü esasına göre ifade edilmiştir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)	Konsolide Olmayan 31 Aralık 2021	Konsolide Olmayan 31 Aralık 2022	Konsolide 31 Aralık 2023
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>3.862.172.395</b>	<b>5.995.941.282</b>	<b>4.607.702.182</b>
Nakit ve nakit benzerleri	831.430.374	627.991.591	998.151.067
Finansal varlıklar	-	30.056.572	-
Ticari alacaklar	1.441.325.257	3.049.945.556	2.096.544.226
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	1.441.325.257	3.049.945.556	2.096.544.226
Diğer alacaklar	1.335.755	4.080.867	5.619.684
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	-	-	3.010
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	1.335.755	4.080.867	5.616.674
Stoklar	1.396.315.419	2.084.694.124	1.123.335.110
Türev araçlar	581.127	-	-
Peşin ödenmiş giderler	152.765.076	55.243.414	272.971.270
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	1.228.366	49.811.720	36.785.001
Diğer dönen varlıklar	37.191.021	94.117.438	74.295.824
<b>Duran varlıklar</b>	<b>4.018.454.972</b>	<b>3.938.029.224</b>	<b>3.927.552.812</b>
Diğer alacaklar	8.610.344	8.836.631	6.198.134
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	8.610.344	8.836.631	6.198.134
Maddi duran varlıklar	3.731.818.821	3.677.599.050	3.768.575.930
Maddi olmayan duran varlıklar	12.521.782	16.590.323	18.915.025
Kullanım Hakkı Varlıkları	104.102.947	144.164.625	100.097.722
Peşin ödenmiş giderler	44.609.761	78.663.296	33.766.001
Ertelenmiş vergi varlığı	116.791.317	12.175.299	-
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>7.880.627.367</b>	<b>9.933.970.506</b>	<b>8.535.254.994</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>2.971.905.247</b>	<b>3.981.336.085</b>	<b>2.796.224.167</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	740.313.831	2.195.708.404	1.353.019.747
- Banka kredileri	722.856.643	2.154.118.339	1.325.178.612
- Kiralama yükümlülükleri	17.457.188	41.590.065	27.841.135
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	1.668.151.650	797.960.493	839.076.952
Ticari borçlar	483.494.305	810.017.329	422.712.358
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	483.494.305	810.017.329	422.712.358
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	33.849.095	129.199.055	62.450.546
Diğer borçlar	-	282.096	-
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	-	282.096	-
Türev araçlar	-	-	1.637.673
Ertelenmiş gelirler	18.904.260	10.445.888	67.705.551
Kısa vadeli karşılıklar	17.261.538	27.197.914	21.610.927
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	7.892.116	10.472.914	9.685.627
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	9.369.422	16.725.000	11.925.300
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	9.930.568	10.524.906	28.010.413
Cari dönem vergisiyle ilgili borçlar	-	-	-
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.801.820.302</b>	<b>934.210.454</b>	<b>651.520.809</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	1.786.320.413	890.470.112	582.271.253
- Banka kredileri	1.735.030.394	829.715.354	553.586.977
- Kiralama yükümlülükleri	51.270.019	60.754.758	28.684.276
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	49.198.802
Uzun vadeli karşılıklar	15.499.889	43.740.342	20.050.754
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	15.499.889	43.740.342	20.050.754
<b>Özkaynaklar</b>	<b>3.106.901.818</b>	<b>5.018.423.967</b>	<b>5.087.510.018</b>
Ödenmiş sermaye	107.500.000	107.500.000	500.000.000
Sermaye düzeltme farkları	1.901.808.204	1.901.808.204	2.002.474.120
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	79.568.755	104.331.924	123.760.044
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı giderler	(6.467.272)	(11.188.375)	(7.165.804)
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	(6.467.272)	(11.188.375)	(7.165.804)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler	-	-	(483.879)
- Yabancı para çevrim farkı	-	-	(483.879)
Geçmiş yıllar karları	278.878.967	862.725.424	2.244.461.700
Net dönem karı	745.613.164	2.053.246.790	224.463.837
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>7.880.627.367</b>	<b>9.933.970.506</b>	<b>8.535.254.994</b>

Şirket'in dönen varlıkları 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla, 3.862.172.395 TL, 5.995.941.282 TL ve 4.607.702.182 TL'dir. 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla dönen varlıkların toplam varlıklar içerisindeki oranı, sırasıyla, %49, %60 ve %54'tür. Yıllar içerisinde dönen varlıkların değişimine sebebiyet veren temel konular, satış tonajı ve karlılık ile artan nakit ve nakit benzerleri ile ticari alacaklar ve selüloz fiyat değişimleri kaynaklı stoklardaki değişimdir.

**Nakit ve nakit benzerlerinin dönen varlıklar içerisindeki payı** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, %22, %10 ve %22'dir. Nakit ve nakit benzerlerinde 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla 31 Aralık 2022 yıl sonuna kıyasla önemli derece artış meydana gelmesinin temel sebeplerinden biri, 2022 yılı son çeyreğinde gerçekleştirilen yüksek satış tonajı ve satış fiyatı etkisiyle 2023 tahsilatlarındaki artış ve 2023 yılı ilk çeyreğinden başlayarak yıl ortasına kadar devam eden selüloz hammaddesinin ABD Doları cinsinden fiyat düşüşü ile işletme sermayesi ihtiyacının azalmasıdır. Öte yandan, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, ABD Doları ve Avro kurunun geçen yıl sonuna oranla sırasıyla %57,44 ve %63,40 (TCMB Döviz Alış Kuru) seviyesinde artmasının nakit ve nakit benzerlerinin TL karşılığının yükselmesine sebebiyet vermiştir.

**Ticari Alacakların dönen varlıklar içerisindeki payı** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, %37, %51 ve %45'tir. 2022 yılında TM4 dördüncü kağıt makinesinin devreye girmesi ile birlikte satışlar tonaj olarak bir önceki yıla göre %29 oranında artarken, eş zamanlı olarak artan selüloz ton başı fiyatları ile satış fiyatları da bir önceki yıla kıyasla önemli derecede yükselerek satışlar %93 oranında artmıştır. Bunun yansıması olarak, 2022 yılında artan satış hacmi ve fiyat etkisi ile birlikte ticari alacaklar, bir önceki yıla göre %112 oranında artış göstermiştir. Satışların artışına paralel olarak artan alacakların önemli bir kısmı ihracat alacaklarından kaynaklandığından alacakların TL karşılığı artan döviz kurları ile birlikte önemli derecede artış göstermektedir. 2023 yılında ise selüloz ton başı fiyatının ABD Doları cinsinden bir önceki yıla oranla önemli derecede düşmesi satış fiyatlarının da düşmesine sebebiyet vermiş ve satışlar TL bazında bir önceki yıla göre %26 oranında azalırken, ticari alacaklarda bir önceki yıla göre %31 oranında azalmıştır.

**Stokların dönen varlıklar içerisindeki payı** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, %36, %35 ve %24'ünü oluşturmaktadır. Stokların önemli bir kısmı, tamamı ithal edilen, selüloz hammaddesinden oluşmakta olup stokların TL karşılığı emtia fiyatları ve döviz kurundaki değişimden doğrudan etkilenmektedir. 2021 yılında selüloz maliyeti bir önceki yıla göre ABD Doları bazında %44 civarında artış gösterirken 2022 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %31 artış meydana gelmiştir. 2021 yılından itibaren artış eğilimine geçen selüloz maliyeti 2022 yılında en yüksek seviyeye ulaşmış olup gerek ABD Doları bazında gerekse kur kaynaklı stokların TL karşılığı bazında yaşanan bu artış 2022 yılında stoklardaki artışın temelini oluşturmaktadır. Öte yandan, 2022 yıl sonunda selüloz stoklarının 2021 yılına göre tonaj olarak da yüksek seviyede olması stokların bir önceki yıla göre %49 oranında artışını desteklemektedir. 2023 yılında ise selüloz ton başı fiyatlarının ABD Doları bazında bir önceki yıla göre %29 azalış göstermiş olması ve 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %50 oranında daha az selüloz stoğu bulunması sonucunda 2023 yıl sonunda toplam stoklar 2022 yıl sonuna göre %46 oranında azalmıştır.

Şirket'in duran varlıkları 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 4.018.454.972 TL, 3.938.029.224 TL ve 3.927.552.812 TL'dir.

**Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların duran varlıklar içerisindeki payı** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, %93, %94 ve %96'dır. 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla maddi ve maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri, sırasıyla, 3,74 milyar TL, 3,69 milyar TL ve 3,79 milyar TL'dir. 2022 yılında devreye giren TM4 dördüncü kağıt makinesi başta olmak üzere 2021 yılında toplamda 1,4 milyar TL ve 2022 yılında toplamda 288 milyon TL harcama yapılmış ve 2022 yılında toplamda 1,5 milyar TL'lik yatırım aktifleştirilerek devreye alınmıştır. Şirket 2023 yılında toplamda 497 milyon TL'lik yatırım harcaması yapmış ve 195 milyon TL'lik yatırımı aktifleştirerek devreye almıştır. Dönem sonunda 317,5 milyon TL'lik yapılmakta olan yatırımı bulunmakta olup, bu tutarın en büyük kısmı Şubat 2024'te devreye giren Ergene Fabrika'daki güneş enerji santrali yatırımına ilişkindir.

**Kullanım Hakkı Varlıkları:** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla kullanım hakkı varlıklarının toplam tutarları, sırasıyla, 104 milyon TL, 144 milyon TL ve 100 milyon TL'dir. Kullanım hakkı varlıkları kiralama süresi bir yılın üzerinde olan operasyonel kiralama sözleşmelerinden oluşmaktadır.



**Peşin Ödenmiş Giderler:** Duran varlıklar içerisinde yer alan vadeli peşin ödenmiş giderler içerisinde yatırımlara ilişkin verilen avanslar bulunmakta olup 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla yatırımlar için verilen avans toplamı, sırasıyla, 44,6 milyon TL, 78,7 milyon TL ve 33,8 milyon TL'dir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla verilen yatırım avanslarının, 5,3 milyon TL'si Erzurum fabrika yatırımlarına, 26,5 milyon TL'si 2024 ilk çeyrekte devreye girecek konverting hatlarına ve 715 bin TL'si Ergene GES yatırımına ilişkindir. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla verilmiş olan 74,6 milyon TL tutarındaki avanslar 2023 yılının ilk çeyreğinde devreye alınan konverting hatlarına ilişkindir. 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla verilmiş olan 44 milyon TL tutarındaki avanslar 2022 yılı ilk yarısında devreye alınan dördüncü kağıt üretim hattına ilişkindir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla kısa ve uzun vadeli peşin ödenmiş giderler içerisinde yer alan gelecek aylara ve yıllara ait giderler bir önceki yıl sonuna göre %6 oranında artış gösterirken, 31 Aralık 2022 tarihleri itibarıyla bir önceki yıl sonuna göre %56 oranında azalmıştır. Bu giderler içerisinde şirket mali mesuliyet poliçeleri, personel sağlık poliçeleri ve maddi olmayan duran varlık sınıfına girmeyen kısa süreli yıllık lisans ücretleri takip edilmektedir.

**Ertelenmiş Vergi Varlıkları:** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla ertelenmiş vergi varlık/(yükümlülükleri) toplamı sırasıyla, 117 milyon TL, 12,2 milyon TL ve (49,2) milyon TL'dir. 2021 yılında Şirket'in yatırım teşviklerinden doğan geçici farklara ilişkin oluşan ertelenmiş vergi varlığının 347 milyon TL olup ilgili dönemde ertelenmiş vergi varlığı oluşmasına sebebiyet veren en büyük unsur yatırım indirimleridir. 2022 yılında tamamlanan yatırımlar ile önceki dönemlerden devreden yatırım indirimleri kurumlar vergisinde kullanılmış olup ertelenmiş vergi varlıkları önemli derecede azalmıştır.

### Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar

31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yıla ilişkin dönem vergi gideri 128,7 milyon TL'dir. Bu vergi giderinin 83,6 milyon TL'si yıl içerisinde ödenmiş olan deprem vergisinden geri kalan 45,1 milyon TL'si ise döneme ait kurumlar vergisi tutarından oluşmaktadır. 2023 yılı içerisinde ödenen üçüncü dönem geçici vergi tutarı 82 milyon TL olup yıl sonunda hesaplanan kurumlar vergisi tutarının 2023 yılı son çeyreğinde Ergene Fabrika'da yapımına başlanan güneş enerjisi santraline ilişkin teşvik belgesi avantajına istinaden daha düşük olması sebebiyle, 2024 yılında iade alınacak 36,7 milyon TL cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar olarak finansal tablolarda yer almaktadır. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla 49,8 milyon TL tutarındaki cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar 2022 yılı üçüncü geçici vergi döneminde ödenmiş olan ve 2022 yıl sonu kurumlar vergisi matrahının daha düşük gerçekleşmesi kaynaklı 2023 yılında iade alınacak olan vergi tutarından oluşmakta olup 2023 yılı Haziran ayında ilgili tutar vergi dairesinden tahsil edilmiştir.

**Kısa Vadeli Yükümlülüklerin** toplam kaynaklar içerisindeki payı 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, %38, %40 ve %33'tür. Bu kapsamda Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin %78'ini oluşturan kısa vadeli finansal borçlar 2022 yılında ABD Doları bazında artan selüloz ton başı fiyatı ve TM4 dördüncü kağıt makinesinin devreye girmesi ile artan tonaj etkisi ile işletme sermayesi ihtiyacında meydana gelen artıştır. Bu artış ile birlikte kısa vadeli yükümlülükler 31 Aralık 2022 tarihinde bir önceki yıla göre %34 oranında artmıştır. 2023 yılında ise ABD Doları bazında düşen selüloz ton başı fiyatının işletme sermayesine pozitif etkisi ile kısa vadeli finansal borçlar 31 Aralık 2023 tarihinde bir önceki yıla göre %30 oranında azalmıştır. Ticari borçların kısa vadeli yükümlülükler içerisindeki payı 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihi itibarıyla, sırasıyla, %16, %20 ve %15'tir. Şirket, selüloz hammaddesini peşin satın almakta olup, 2022 yıl sonunda vadeli selüloz satın alımı gerçekleştirmiş olmasından kaynaklı ticari borçlar 2022 yıl sonunda bir önceki yıla göre %68 oranında artış göstermiştir. 2023 yıl sonu itibarıyla herhangi bir vadeli selüloz alımı bulunmamakta olup ticari borçlar bir önceki yıla göre %48 oranında azalmıştır.

**Uzun Vadeli Yükümlülüklerin** toplam kaynaklar içerisindeki payı 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, %23, %9 ve %8'dir. Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerinin en önemli kalemini oluşturan uzun vadeli finansal borçları 31 Aralık 2022 tarihinde bir önceki yıla göre %50 oranında azalırken, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla bir önceki yıla göre %35 oranında azalmıştır. Bu azalışların temel sebebi, 2022 yılında tamamlanarak üretime başlayan TM4- dördüncü kağıt makinesinin yatırım kredisinin önceki yıllara kıyasla azalması ve ilgili yıllarda uzun vadeli yeni yatırım kredisi kullanılmamasıdır.

**Şirket'in toplam Özkaynakları,** 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 3,11 milyar TL, 5,02 milyar TL, 5,09 milyar TL'dir. Şirket'in özkaynaklarının toplam varlıklarına oranı, 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla %39, 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla %51 ve 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla %60 olarak gerçekleşmiştir.

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

2023 yılı Temmuz ayında Şirket tamamını geçmiş yıllardan karşılayacak şekilde nominal tutarı 392,5 milyon TL bedelsiz sermaye artırımını yapmıştır. Özkaynakların toplam varlıklara oranının yıllar içerisindeki artışının temel sebebi, artan satış tonajı etkisiyle şirket karlılığındaki artış ve etkin işletme sermayesi yönetimi ile finansal borçlarının azalmasıdır.

Şirket'in izahnamede yer alan dönemler itibarıyla, net finansal borcu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Finansal borçlar	4.194.785.894	3.884.139.009	2.774.367.952
Eksi: Nakit ve nakit benzerleri	831.430.374	627.991.591	998.151.067
<b>Net finansal borç</b>	<b>3.363.355.520</b>	<b>3.256.147.418</b>	<b>1.776.216.885</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>1.623.405.243</b>	<b>3.117.770.253</b>	<b>2.110.546.657</b>
<b>Net Finansal Borç / FAVÖK</b>	<b>2,07</b>	<b>1,04</b>	<b>0,84</b>

Şirket'in 01.01.2021-31.12.2021, 01.01.2022-31.12.2022 tarihlerinde sona eren yıla ait kar veya zarar tabloları ile ve 01.01.2023-31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıla ait konsolide kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş	Konsolide Olmayan 1 Ocak - 31 Aralık 2021	Konsolide Olmayan 1 Ocak - 31 Aralık 2022	Konsolide 1 Ocak - 31 Aralık 2023
<b>Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu (TL)</b>			
Hasılat	6.517.012.161	12.605.316.775	9.355.311.619
Satışların maliyeti (-)	(4.229.590.941)	(8.209.907.804)	(6.536.034.604)
<b>Brüt Kar</b>	<b>2.287.421.220</b>	<b>4.395.408.971</b>	<b>2.819.277.015</b>
Pazarlama ve satış giderleri (-)	(843.724.808)	(1.438.320.574)	(952.420.115)
Genel yönetim giderleri (-)	(115.086.118)	(208.281.268)	(217.552.578)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	133.886.989	187.031.698	242.948.652
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(31.979.302)	(26.236.609)	(58.998.535)
<b>Esas faaliyet karı</b>	<b>1.430.517.981</b>	<b>2.909.602.218</b>	<b>1.833.254.439</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	2.370.757	2.732.037	9.243.732
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-	-	-
<b>Finansman giderleri öncesi faaliyet karı</b>	<b>1.432.888.738</b>	<b>2.912.334.255</b>	<b>1.842.498.171</b>
Finansman gelirleri	489.469.350	306.621.474	285.637.059
Finansman giderleri (-)	(1.820.455.805)	(1.297.394.593)	(1.531.330.673)
Parasal kayıp/ kazanç	472.165.009	292.354.833	(188.415.316)
<b>Vergi öncesi kar</b>	<b>574.067.292</b>	<b>2.213.915.969</b>	<b>408.389.241</b>
Vergi gideri	171.545.872	(160.669.179)	(183.925.404)
Dönem vergi gideri (-)	(601.747)	(100.566.874)	(128.678.324)
Ertelenmiş vergi geliri	172.147.619	(60.102.305)	(55.247.080)
<b>Net dönem karı</b>	<b>745.613.164</b>	<b>2.053.246.790</b>	<b>224.463.837</b>
Pay başına kazanç	1,49	4,11	0,45
<b>Diğer kapsamlı gelir / (gider)</b>			
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar	(6.467.272)	(4.721.103)	4.022.571
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları	(8.623.029)	(5.901.378)	5.363.426
Ertelenmiş vergi etkisi	2.155.757	1.180.275	(1.340.855)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacaklar	-	-	(483.879)
Yabancı para çevrim farkları	-	-	(483.879)
<b>Diğer kapsamlı (gider) / gelir</b>	<b>(6.467.272)</b>	<b>(4.721.103)</b>	<b>3.538.692</b>
<b>Toplam kapsamlı gelir</b>	<b>739.145.892</b>	<b>2.048.525.687</b>	<b>228.002.529</b>

Şirket'in üretimini ve satışını gerçekleştirdiği temizlik kağıdı ürünleri kağıt bobin ve konverting ürün olarak iki sınıfa ayrılmaktadır. 2023, 2022 ve 2021 yılları itibarıyla toplam satış hasılat sırasıyla, 9,36 milyar TL, 12,61 milyar TL ve 6,5 milyar TL'dir. Yurt dışı satışlar toplam satışlar içerisindeki payı 2023, 2022 ve 2021 yılları itibarıyla, sırasıyla, %69, %71 ve %68'dir. Şirket satış gelirlerinin TL karşılığı 2022 yılında bir önceki yıla göre %93 oranında artarken ABD Doları cinsinden satışlar %78 oranında artmıştır, değişimin temel sebepleri; 1) 2022 yılında yatırımı tamamlanıp aktifleştirilmiş olan dördüncü kağıt makinesi ile Şirket toplam satış tonajı %29 oranında artış göstererek 149 bin tondan 192 bin tona yükselmiştir. 2) 2022 yılında selüloz hammaddesinin ABD Doları cinsinden tutarında %31 oranında artış meydana gelmiş olup, artan hammadde maliyetine karşılık ürün satış fiyatlarında da artış yaşanmıştır. 3) 2022 yılında Şirket satışlarının %71'i ihracat satışlarından oluşmaktadır, ABD Doları kuru ve Avro kuru bir önceki yıl ortalamasına kıyasla, sırasıyla, %86,90 ve %66,31 (TCMB Döviz Alış Kuru Yıl Ortalaması) oranında artış göstermiş olup satışların TL karşılığı önemli derecede yükselmiştir. Şirket

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

satış gelirlerinin TL karşılığı 2023 yılında bir önceki yıla göre %26 oranında azalış gösterirken ABD Doları cinsinden karşılığı %21 oranında azalmıştır, değişiminin temel sebepleri; 1) 2023 yılı toplam satış tonajı bir önceki yıla göre %3 düşerek 186 bin ton olarak gerçekleşmiştir. 2) 2023 yılında Şirket satışlarının %69'u ihracat satışlarından oluşmaktadır, ABD Doları kuru ve Avro kuru bir önceki yıl ortalamasına kıyasla, sırasıyla, %43,48 ve %47,92 (TCMB Döviz Alış Kuru Yıl Ortalaması) oranında artış göstermiştir. Döviz kurlarındaki artış oranı 2023 yılı yıllık enflasyon oranı %64,77'nin altında kaldığı için ve 31 Aralık 2022 satışları 31 Aralık 2023 satın alım gücü esasına göre ifade edildiğinden enflasyona göre düzeltilmiş olan finansal tablolarda yer alan 2023 yılı satışlarının TL karşılığı 2022 yılına göre %26 oranında azalmıştır. 3) 2023 yılında 2022 yılına kıyasla ABD Doları cinsinden selüloz hammaddesinin ton başı fiyatının düşmesi, ABD Doları cinsinden ortalama satış fiyatının bir önceki yıla göre %19 oranında düşmesine sebebiyet vermiştir.

Şirket'in brüt karı, 2021 yılında 2,3 milyar TL, 2022 yılında 4,4 milyar TL ve 2023 yılında 2,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt karlılık oranı 2021 yılında %35, 2022 yılında %35 ve 2023 yılında %30 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında brüt kar marj seviyesinde yaşanan bu 5 puanlık kaybın temel sebepleri; 1) 2022 yıl sonunda yüksek selüloz stoğu ile 2023 yılına başlanmış olmasının enflasyon etkisi ile birlikte satılan malın maliyetine negatif etkisi, 2) 2023 yılında düşen selüloz fiyatlarının ulusal ve uluslararası piyasalarda rekabetçi satış politikalarının satış fiyatları üzerindeki negatif etkisidir.

Şirket'in faaliyet giderleri, 2021 yılında 959 milyon TL, 2022 yılında 1,65 milyar TL ve 2023 yılında 1,17 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri, artan satış gelirlerine paralel artış göstermiştir. Faaliyet giderlerinin satış gelirlerine oranı 2021 yılında %15, 2022 yılında %13 ve 2023 yılında %13 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yıllar itibarıyla artan satış hacmi ve büyüyen yapısına paralel olarak artış gösteren faaliyet giderlerinin satış gelirlerine oranı uzun yıllardır benzer seviyede seyretmektedir.

Şirket'in FAVÖK marjı, 2021 yılında %25, 2022 yılında %25 ve 2023 yılında %23 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in FAVÖK tutarı 2021 yılında 1,6 milyar TL, 2022 yılında 3,1 milyar TL ve 2023 yılında 2,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Artan karlılık ve azalan borçluluk seviyeleri ile net finansal borçluluğu FAVÖK'e oranı 2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla, sırasıyla, 2,07, 1,04 ve 0,84'tür.

Şirket'in net dönem karı; 2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla, 746 milyon TL, 2,05 milyar TL ve 225 milyon TL'dir. Şirket'in net kar marjı 2021 yılında %11,4, 2022 yılında %16,3 ve 2023 yılında %2,4 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in izahnamede yer alan dönemler itibarıyla, brüt kar, net dönem karı ve FAVÖK değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

TL	1 Ocak-31 Aralık 2021	1 Ocak-31 Aralık 2022	1 Ocak -31 Aralık 2023
Net Satışlar	6.517.012.161	12.605.316.775	9.355.311.619
Brüt kar	2.287.421.220	4.395.408.971	2.819.177.412
marj	35,1%	34,9%	30,1%
Net dönem karı	745.613.164	2.053.246.790	224.564.298
marj	11,4%	16,3%	2,4%
FAVÖK	1.623.405.243	3.117.770.253	2.110.546.657
marj	24,9%	24,7%	22,6%

## V. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Lila Kağıt'ın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla hazırlanan işbu fiyat tespit raporunda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen aşağıdaki değerlendirme yöntemleri değerlendirilmiştir.

- Maliyet Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi
  - Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
  - Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")

### Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca, maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 70.1’de de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, işletmelerin ve işletmelerdeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır.

Şirket’in ürünlerinin üretim faaliyetlerindeki yüksek verimlilik ile uzun yıllara dayanan müşteri tabanına, müşterileri ile olan ilişkilerine ve marka bilinirliğine sahip olması neticesinde satış ve pazarlama faaliyetlerindeki konumu ve bu sebeple eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğunun düşünülmesi gibi gerekçelerden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

### Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Borsa İstanbul’da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Lila Kağıt ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki verilerin birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Piyasa çarpanları analizinde, uluslararası kabul görmüş, sanayi şirketlerinin değerlemelerinde sıkça tercih edilen ve nakit yaratma ile karlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı temel alınarak analiz yapılmıştır.

Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2023 itibarıyla; yurt dışı benzer şirketlerin ise 31.12.2023 itibarıyla bilançolarında yer alan net borç veya net nakit pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2023 itibarıyla; yurt dışı benzer şirketlerin ise 31.12.2023 finansal tabloları itibarıyla finansal tablolarındaki son bir yıllık FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri / FAVÖK çarpanları elde edilmiştir. Yurt dışı benzer şirketlere ilişkin tanıtıcı bilgiler işbu Fiyat Tespit Raporu’nun EK 1 bölümünde yer verilmiştir.

**Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu**

**Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi**

**Net Finansal Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri**

**FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr (“FAVÖK”)**

**FD / FAVÖK = Firma Değeri / FAVÖK**

### İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Değer, şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre oluşmaktadır. Söz konusu nakit akımları, Projeksiyon Dönemi ve Uç Değer olarak iki parçadan oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin Firma Değeri’dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri’nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



## VL DEĞERLEME ANALİZİ

### Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler

Konsolide finansal tablolar ve önceki dönemlere ait ilgili tutarlar, fonksiyonel para biriminin genel satın alma gücündeki değişiklikler için yeniden düzenlenmiştir ve sonuç olarak, TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı uyarınca raporlama dönemi sonunda geçerli olan ölçüm birimi cinsinden ifade edilmiştir. Raporlama tarihi itibarıyla, Tüketici Fiyat Endeksi ("TÜFE") rakamına göre son üç yılın genel satın alma gücündeki kümülatif değişim %100'ün üzerinde olduğundan, Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya bu tarihten sonra sona eren raporlama dönemlerinde TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardını uygulamaları gerekmektedir. KGK'nın 23 Kasım 2023 tarihinde yayımladığı Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru kapsamında Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nı uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarının TMS 29'da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiği belirtilmiştir. Bununla birlikte, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

Bu çerçevede, Lila Kağıt'ın değerlendirme analizinde kullanılan 2021, 2022 ve 2023 dönemlerine ilişkin finansal tablolarında yer alan tüm tutarlar, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla hazırlanan konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu doğrultusunda 31 Aralık 2023 itibarıyla satın alım gücü esasına göre ifade edilmiştir.

Lila Kağıt, üretim ve satış stratejisi kapsamında, ağırlıklı olarak yurtdışı pazarları hedeflenmekte olup, Şirket, satışlarının önemli bir bölümünü, ağırlıklı olarak yurtdışı pazarlara, ABD Doları ve Avro cinsinden gerçekleştirmektedir.

Yurtdışı satışların Şirket'in toplam satışları içerisindeki payı 2021, 2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla, sırasıyla, %68, %71 ve %69'dur. Lila Kağıt, markalı konverting ürünlerinin satışı için ağırlıklı olarak yurtiçi pazarları hedeflemekte olup, bobin satışlarının ise tamamına yakını yurtdışı pazarlara yapılmaktadır. Yurtdışı bobin satışlarının toplam bobin satışları içerisindeki payı 2021, 2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla, sırasıyla %97, %95 ve %95'tir.

Şirket'in satışlarının önemli bir kısmı vadeli yapıldığı için bilançoda yüksek miktarda döviz cinsinden alacak taşınmaktadır. Aynı şekilde maliyetler incelendiğinde ise, tedarik edilen selülozun tamamı ABD Doları cinsinden olup, son üç yılın ortalamasında toplam maliyetlerin yaklaşık %63'lük kısmı selüloz maliyetinden oluşmaktadır.

Şirket'in satış gelirlerinin ve maliyetlerinin büyük bir kısmının ABD Doları para birimi cinsinden olması sebebiyle, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizinde kullanılan projeksiyonlar ABD Doları para birimi cinsinden oluşturulmuştur.

İNA analizinde sunulan 2021, 2022 ve 2023 yıllarına ilişkin finansal veriler ve çarpan analizinde kullanılan Lila Kağıt'ın FAVÖK ve net borç tutarları 31.12.2023 tarihi itibarıyla TCMB ABD Doları/Türk Lirası alış kuru (29,4382 TL) kullanılarak ABD Doları'na çevrilmiştir.

SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, II-14.1 "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" ve II.14.2 "Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliği"nde belirlenen bildirim sürelerine, TMS 29'un ilk kez uygulanacağı yıllık finansal raporlar için 10 hafta, 31.03.2024 ile 30.06.2024 tarihli ve özel hesap dönemine sahip olanların enflasyon muhasebesi uygulanacak ilk yıllık finansal raporlarını takiben hazırlanacak ilk iki ara dönem finansal raporları için 6 hafta ilave edilmesine karar verilmiştir.

İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, Borsa İstanbul'da işlem gören ve benzer şirketler kümesinde bulunan hiçbir şirketin 31.12.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarının henüz KAP'ta yayımlanmadığı görülmektedir. Bu nedenle, çarpan analizinde dikkate alınan benzer şirketlerin FAVÖK ve net borç tutarları için 30.09.2023 tarihli bağımsız denetim raporları baz alınmıştır. Benzer şirketlerin 30.09.2023 tarihi itibarıyla hesaplanan son bir yıllık TL FAVÖK tutarı, son bir yıllık TCMB ABD Doları/Türk Lirası ortalama kuru kullanılarak ABD Doları'na çevrilmiştir (30.09.2023 tarihi itibarıyla son bir yıl ABD Doları/Türk Lirası ortalama TCMB alış kuru: 21,2593 TL). Benzer şirketlerin 30.09.2023 itibarıyla TL net borçları 30.09.2023 tarihi itibarıyla TCMB ABD Doları/Türk Lirası alış kuru kullanılarak ABD Doları'na çevrilmiştir (30.09.2023 tarihi itibarıyla ABD Doları/Türk Lirası TCMB alış kuru: 27,3767 TL).

Çarpan analizi ve İNA analizlerinin eşit ağırlıklandırılması sonucunda hesaplanan nihai değer 28.02.2024 tarihli TCMB ABD Doları/Türk Lirası alış kuru (31,0737 TL) üzerinden Türk Lirası'na çevrilmiştir.

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

### A. Benzer Şirketlerin Piyasa Çarpanları Analizi i. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları Analizi

BİST Orman Kağıt Basım endeksi kapsamında yer alan 16 adet firma bulunmaktadır. Bu şirketlerden faaliyetleri bakımından Lila Kağıt ile en benzer olduğu düşünülen firmaların Piyasa Değeri, Firma Değeri ve FAVÖK verileri ile hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda kırmızı ile belirtilip üzeri çizilen, Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarından 25'ten büyük değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Tablo: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Bütünlükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (28 Şubat 2024)

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri		Net Borç/ (Net Nakit)		Firma Değeri	2023/9 SBY FAVÖK	Firma Değeri / FAVÖK
	(milyon USD)	(milyon USD)	(30/09/2023)	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(x)
Alkim Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	208	(14)		194	16,2	12,0	
Kaplamin Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.	87	4		90	2,1	42,9	
Kartonsan Karton San. ve Tic. A.Ş.	298	(5)		293	-2,3	a.d.	
Konya Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	237	(14)		223	11,3	19,8	
Europap Tezol Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	321	(12)		310	29,1	10,6	
Mondi Türkiye Oluklu Mukavva Kağıt ve Ambalaj San. A.Ş.	251	36		287	24,1	11,9	
Viking Kağıt ve Sütlüloz A.Ş.	46	25		71	-0,6	a.d.	
<b>MEDYAN</b>						<b>11,9</b>	

Kaynak: Borsa İstanbul

a.d.: anlamı değil

Kırmızı ile belirtilmiş, üstü çizili değerler medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

AKYATIRCI MENKUL DEĞERLER  
ŞİRKETİ

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

### ii. Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Lila Kağıt ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yurtdışı piyasalarda işlem gören, Lila Kağıt gibi kağıt sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler hakkında aşağıdaki tablodaki bilgi verilmektedir. Aşağıdaki tabloda Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarından 25'ten büyük değerlere sahip olan firmalara yer verilmemiştir. Buna göre hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK medyan çarpanı aşağıdaki gibidir.

Table: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (28 Şubat 2024)

Benzer Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı	Piyasa Değeri	Net Borç/ (Net Nakit)	Firma Değeri	2023/12 SBY FAVÖK	Firma Değeri / FAVÖK
		%	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(x)
Bashundhara Paper Mills Limited	Bangladeş	22,5	112	200	312	27,0	11,6
Clearwater Paper Corporation	ABD	97,8	648	485	1.133	279,8	4,0
Empresas CMPC S.A.	Şili	42,5	4.448	4.960	9.408	909,9	10,3
Grigeo AB	Litvanya	34,6	159	(33)	126	41,4	3,0
Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.	Meksika	52,1	6.592	640	7.232	769,5	9,4
Meisä Board Oyj	Finlandiya	45,0	2.710	162	2.872	131,8	21,8
Sappi Limited	Güney Afrika	59,3	1.348	1.216	2.564	178,0	14,4
Stora Enso Oyj	Finlandiya	77,8	9.970	3.033	13.003	534,3	24,3
Suominen Oyj	Finlandiya	49,4	170	48	218	9,0	24,3
<b>MEDYAN</b>							<b>11,6</b>

Kaynak: Capital IQ

SBY: Son bir yıllık

AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER  
A.Ş. MENKUL ŞİRKETİ



## iii. Piyasa Çarpanları Analizinin Sonucuna Göre Lila Kağıt'ın Özsermaye Değeri

Lila Kağıt'ın Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 1 Ocak - 31 Aralık dönemine ilişkin FAVÖK ve 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla Net Finansal Borç tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo: Lila Kağıt'ın Değerlemesine Baz Teşkil Eden Finansal Veriler

Finansal Veri	TL	ABD Doları/TL**	ABD Doları
FAVÖK*	2.110.546.657	29,4382	71.694.148
Net Finansal Borç	1.776.216.885	29,4382	60.337.143

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, TCMB

\* FAVÖK tutarı net satışlardan amortisman hariç satılan malın maliyeti, satış ve pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri düşülerek hesaplanmıştır.

\*\* TCMB 31.12.2023 ABD Doları/TL alış kuru

Lila Kağıt'ın özsermaye değeri, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları eşit oranda (her biri 1/2 oranında) ağırlıklandırılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Tablo: Lila Kağıt'ın Değerinin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması

(ABDS)	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Şirketler
Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Medyanı	A	11,9x	11,6x
Lila Kağıt FAVÖK'ü	B	71.694.148	
Lila Kağıt Firma Değeri	C = A x B	856.530.629	830.820.252
Lila Kağıt Net Finansal Borcu	D	60.337.143	
Lila Kağıt Özsermaye Değeri	E = C - D	796.193.486	770.483.109
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	F	50%	50%
Lila Kağıt Özsermaye Değeri	G = Σ (E x F)	783.338.298	

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları ile Lila Kağıt'ın özsermaye değeri **783.338.298 ABD Doları** hesaplanmıştır.

## B. Lila Kağıt'ın İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

## Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin 2024 – 2028 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemine ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

İNA analizinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

İNA çalışmasında yer alan tablolarda sunulan geçmiş dönem verileri TL olarak hazırlanan bağımsız denetçi raporu baz alınarak ve ABD Doları karşılıkları ise 31.12.2023 tarihli TCMB döviz alış kuru kullanılarak hesaplanmıştır. Şirket'in bağımsız denetçi raporunda yer alan finansal durum tabloları ile kar-zarar tabloları KGK tarafından yayımlanan 23 Kasım 2023 tarihli "Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru" kapsamında 31 Aralık 2023 tarihli konsolide finansal tablolar TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur. İNA çalışmasında yer alan tablolarda sunulan geçmiş dönem verileri TL cinsinden olup, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre gösterilmiştir. Bu sebeple, ABD Doları karşılıkları için 31.12.2023 tarihli TCMB döviz alış kuru kullanılmıştır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ARONİN ŞİRKETİ

**Makroekonomik Tahminler:**

TL enflasyon tahminleri için Ak Yatırım Araştırma ve Akbank Ekonomik Araştırma tahminleri baz alınmıştır. ABD Doları enflasyon verileri için ise IMF tahminlerinden faydalanılmıştır.

Makroekonomik Tahminler	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ortalama TL/ABD Doları Kuru	8,85	16,54	24,14	34,86	41,21	45,80	48,25	53,29
Ortalama TL Enflasyon	%19,60	%71,98	%53,86	%57,66	%31,19	%17,26	%11,60	%10,50
Ortalama ABD Doları Enflasyon	%7,4	%6,4	%3,4	%2,6	%2,3	%2,1	%2,4	%1,6

Kaynak: IMF World Economic Outlook, Ak Yatırım Araştırma ve Akbank Ekonomik Araştırma tahminleri

**Üretim:**

Şirket'in ana faaliyetleri bobin ve konverting kağıt üretiminden oluşmaktadır. Şirket selülozu hammadde olarak kullanarak bobin kağıt üretimi gerçekleştirmektedir. Üretilen bobin kağıdın bir kısmı, dünyanın farklı noktalarında yer alan konverting ürün üreticilerine hammadde olarak gönderilmekte olup, diğer bir kısmı ise bitmiş ürüne dönüştürülmek üzere Şirket'in kendi konverting tesisinde işlenmektedir.

Aşağıdaki tabloda, Şirket'in 2021-2023 arası gerçekleşmiş, 2024-2028 yılları arasında ise konverting ve bobin grupları bazında planlanan üretim miktarları yer almaktadır.

Ürün Grubu Bazında Üretim Hacmi (ton)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2021-23 YBBO	2024-28 YBBO
Konverting	47.453	58.523	55.935	70.097	90.527	95.489	115.060	116.095	8,6%	13,4%
Değişim (%)	-	23,3%	-4,4%	25,3%	29,1%	5,5%	20,5%	0,9%		
Bobin	112.393	148.383	142.101	151.500	152.000	148.000	159.675	159.859	12,4%	1,4%
Değişim (%)	-	32,0%	-4,2%	6,6%	0,3%	-2,6%	7,9%	0,1%		
Toplam	159.847	206.907	198.036	221.597	242.527	243.489	274.735	275.954	11,3%	5,6%
Değişim (%)	-	29,4%	-4,3%	11,9%	9,4%	0,4%	12,8%	0,4%		

**Satışlar:**

Lila Kağıt'ın stratejik hedefleri ve iş modeli çerçevesinde, projeksiyon dönemi boyunca, Şirket'in satış gelirlerini oluşturan ana ürün grupları bazında satış hacmi ve birim fiyat öngörüsü yapılmıştır.

Şirket'in ana faaliyet alanı kağıt bobin ve kendisine ait markalar ve müşterilerine ait özel markalar altında konverting temizlik kağıtları üretimi ve satışlarıdır. Şirket'in net satışlarının yıllar itibarıyla %2'sini oluşturan diğer gelirler, tekstil ve enerji iş alanlarından elde ettiği gelirlerden oluşmaktadır. Şirket'in diğer satış kalemi içerisinde iplik boyama (tekstil) faaliyetlerden gelirler ile dönemsel olarak gerçekleşen enerji ve selüloz satışları bulunmaktadır.

Projeksiyon dönemi için satış öngörülere, konverting, bobin ve diğer olarak üç kategoride oluşturulmuştur.

**Satışların Hacim Bazında Gelişimin Analizi**

Tablo: Ürün Grubu Bazında Satış Hacim Tahminleri

Ürün Grubu Bazında Satış Hacmi (ton)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2021-23 YBBO	2024-28 YBBO
Konverting	47.911	55.688	55.375	64.250	82.962	87.524	104.424	105.450	7,5%	13,2%
Değişim (%)		16,2%	-0,6%	16,0%	29,1%	5,5%	19,3%	1,0%		
Satış Hacmindeki Payı (%)	31,2%	28,3%	29,2%	29,2%	34,7%	36,5%	39,0%	39,2%		
Bobin	101.434	136.479	130.844	151.500	152.000	148.000	159.675	159.859	13,6%	1,4%
Değişim (%)	-	34,6%	-4,1%	15,8%	0,3%	-2,6%	7,9%	0,1%		
Satış Hacmindeki Payı (%)	66,1%	69,4%	68,9%	69,0%	63,6%	61,8%	59,6%	59,4%		
Diğer	4.039	4.589	3.725	3.960	3.960	3.960	3.960	3.960	-4,0%	0,0%

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Değişim (%)	-	13,6%	-18,8%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
Satış Hacmindeki Payı (%)	2,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%	1,5%	1,5%		
Toplam	153.384	196.756	189.945	219.710	238.922	239.484	268.059	269.268	11,3%	5,2%
Değişim (%)	-	28,3%	-3,5%	15,7%	8,7%	0,2%	11,9%	0,5%		

Kaynak: Şirket

Pandemi döneminde selüloz ve enerji fiyatlarındaki artış trendine bağlı olarak, temizlik kağıdı sektöründe stok tutma eğiliminin artması ve talebin küresel çapta büyümesine paralel Şirket'in satış hacmi ton bazında 2021 - 2023 yılları arasında yıllık ortalama %11,3 büyümüştür. Bu büyümede, özellikle 2022 yılında fiyatlardaki artışa paralel olarak satış hacminin bir önceki yıla göre %28,3 oranında artması önemli rol oynamıştır. Buna karşın, 2023 yılının ilk yarısında selüloz, enerji ve navlun fiyatlarının global çapta düşmesinin ardından yılın ikinci yarısında fiyatlar tekrar dengeye oturmuş, toplam satış hacmi ise 2023 yılında 2022 yılına göre %3,5 daha düşük gerçekleşmiştir.

2022 sene sonu itibarıyla, Şirket'in üretim kapasitesi, Ergene Fabrikasında devreye alınan dördüncü kağıt üretim hattı TM4 ile birlikte brüt 205 bin ton/yıl'dan %32 artışla brüt 271 bin ton/yıl'a ulaşmıştır.

Şirket, projeksiyon döneminde de büyüme stratejileri kapsamında kapasite artışına dönük yatırım planlarına devam etmeyi planlamaktadır. Şirket'in büyüme stratejileri kapsamında projeksiyon döneminde gerçekleştirilmeyi planladığı en önemli yatırımı Erzurum'da kurulması planlanan kağıt fabrikasıdır. Erzurum'da iki faz halinde yürütülecek olan yatırım programının birinci fazını oluşturan konverting üretim tesisinin yatırım döneminin 2024-2025 yılları arası olacağı öngörülmüş olup, 2025 yılının ilk yarısında konverting üretim tesislerinde üretimin başlaması planlanmaktadır. Yatırımın ikinci fazını oluşturan beşinci kağıt üretim hattı TM5'in yatırım döneminin 2024-2026 yılları arası olacağı öngörülmüş olup, 2027 yılının başında devreye girmesi planlanmaktadır. TM5'in kağıt üretim hattı kapasitesinin brüt 35.000 ton/yıl olması planlanmakta olup, Erzurum kağıt üretim hattı yatırımının tamamlanması ile birlikte Şirket kağıt üretim kapasitesinin brüt 271 bin ton/yıldan %13 artışla brüt 306 bin ton/yıla çıkmasını hedeflemektedir.

Şirket'in mevcutta faaliyet gösteren Ergene Fabrikasına ilişkin 2024-2028 yılları arasında planlanan yatırımların önemli bir kısmı konverting hatlarındaki kapasite artışı kaynaklıdır.

2024-2028 yılları arasında planlanan yeni kapasite ve tesis yatırımları ile bobin ve konverting toplam satış hacminin 2023 yıl sonu itibarıyla 189.945 ton'dan, 2028 sene sonu itibarıyla, 269.268 ton'a çıkması öngörülmektedir. Ürün grupları bazında incelendiğinde, konverting satış hacminin projeksiyon döneminde yıllık ortalama %13,2, bobin satış hacminin ise yıllık ortalama %1,4 oranında büyümesi beklenmektedir. Bu artışta, özellikle 2025 yılında Erzurum'da devreye girecek konverting üretim tesisinin önemli payı bulunmaktadır. Ayrıca, 2023 yılının ilk yarısında piyasalardaki dengesizlik ve selüloz fiyatlarındaki düşüş kaynaklı olarak satış miktarları 2022 yılının altında gerçekleşirken, 2024 yılında, dengelenen piyasa koşulları ve tam kapasite devrede olan 4. kağıt makinasının da etkisiyle konverting ve bobin satış tonajlarının %16 oranında artması beklenmektedir. 2025 yılında Erzurum fabrikasının devreye girmesiyle projeksiyon dönemi boyunca konverting satışlarının toplam satışlar içerisindeki ağırlığının artması, bobin satışlarının ise yatay bir seyir izlemesi planlanmaktadır.

2021-2023 yılları arasında Şirket'in ton bazında toplam satış hacminin ortalama %68,1'i bobin kağıt satışlarından, %29,6'sı ise konverting temizlik kağıdı ürünlerinden oluşmuştur. Projeksiyon döneminde Erzurum Fabrikasının konverting kapasitesinin kademeli olarak 2025'ten itibaren devreye alınması ile birlikte, Şirket bu tesiste konverting üretimine başlayacaktır. İlk etapta Erzurum tesisinde üretilecek konverting için gerekli olan kağıt, bobin olarak Ergene tesisinde üretilerek sevk edilecek olup, 2027 yılında devreye girmesi planlanan TM5 kağıt makinası ile fabrikanın ikinci fazı tamamlanmış olacak ve konverting üretimi için gerekli bobin Erzurum tesisinde üretilmeye başlayacaktır. Bu tesiste üretilecek olan bobinin %89'unun konverting üretimi için, geri kalan %11'inin ise doğrudan bobin olarak ihracat pazarlarına satılması hedeflenmektedir. Şirket'in konverting satış hacminin toplam satış hacmi içindeki payının kademeli olarak artarak 2028 yılı itibarıyla, %39,2'ye kadar yükselmesi öngörülmektedir. Buna bağlı olarak, bobin kağıt satışlarının toplam satış hacmi içindeki payının projeksiyon döneminde kademeli olarak %59,4 seviyesine kadar gerilemesi öngörülmektedir. Diğer gelirlerin satış hacminin toplam satış hacmi içindeki payının projeksiyon dönemindeki %1,5-1,8 arasında olacağı öngörülmüştür.

Konverting ürünlerinin satışı ağırlıklı olarak Lila Kağıt'ın kendi markaları ile yurtiçine yapılmakta olup, yurtdışı satış stratejileri kapsamında daha çok özel markalı ürünler üzerinden satış yapılmaktadır. Erzurum Fabrika yatırımının 2025 yılından itibaren kademeli olarak devreye alınması ve 2027 yılında tam kapasiteye ulaşması ile birlikte öncelikli olarak Doğu Anadolu ve Karadeniz Bölgesi'nin konverting ürün ihtiyacının karşılanması, geri kalan kapasite ile de özel markalı ürünler üzerinden ihracat (Gürcistan, Irak, Azerbaycan gibi) yapılması

planlanmaktadır. Şirket'in halihazırda Gürcistan, Irak ve Azerbaycan bölgelerine ihracatı bulunmaktadır. Türkiye'nin 2023 yılı itibarıyla Gürcistan, Irak ve Azerbaycan'a yapmış olduğu konverting ürün ihracatı 19.174 ton olup (Kaynak: TÜİK), Lila Kağıt'ın bu ihracat içinden aldığı pay %9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Erzurum Fabrikası'nın hedef ihracat bölgesine lojistik olarak avantajlı konumda olması sayesinde, Şirket bölgeye olan ihracat hacmini artırmayı hedeflemektedir.

Şirket, Erzurum Fabrikası'nda ağırlıklı olarak özel markalı (private label) ve ihracata yönelik konverting ürünleri üretmeyi hedeflemektedir. Erzurum Fabrikası'nda 2024 ve 2028 yılları arasında satışı yapılacak konverting ürünlerinin yıllar itibarıyla ortalama %68'inin özel markalı (private label) ve ihracat kanallarına yönelik; ortalama %32'sinin ise öz markalı ürünlerden oluşması öngörülmüştür. Şirket'in mevcut tesisi Ergene Fabrikası'nda ağırlıklı olarak Şirket'in öz markalı konverting ürünlerinin satışı yapılmaktadır (2021-2023 arası ortalama konverting satışlarının %55'i öz markalı; 2024-2028 arasında da %53'ü öz markalı olarak öngörülmüştür.).

### Satışların Gelir Bazında Gelişiminin Analizi

Tablo: Ürün Grubu Bazında Gelirler

Ürün Grubu Bazında Net Satışlar (Bln ABD\$)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2021-23 YBBO	2024-28 YBBO
<b>Konverting</b>	<b>74.370</b>	<b>125.041</b>	<b>107.539</b>	<b>127.325</b>	<b>166.676</b>	<b>165.929</b>	<b>206.948</b>	<b>211.677</b>	<b>20,3%</b>	<b>13,6%</b>
Değişim (%)	-	68,1%	-14,0%	18,4%	30,9%	-0,4%	24,7%	2,3%		
Toplam Satışlara Oranı (%)	33,6%	29,2%	33,8%	35,0%	39,4%	41,8%	43,4%	43,7%		
<b>Bobin</b>	<b>135.254</b>	<b>273.164</b>	<b>197.951</b>	<b>227.288</b>	<b>246.689</b>	<b>221.440</b>	<b>260.197</b>	<b>263.043</b>	<b>21,0%</b>	<b>3,7%</b>
Değişim (%)	-	102,0%	-27,5%	14,8%	8,5%	-10,2%	17,5%	1,1%		
Toplam Satışlara Oranı (%)	61,1%	63,8%	62,3%	62,5%	58,3%	55,8%	54,6%	54,3%		
<b>Diğer</b>	<b>11.756</b>	<b>29.991</b>	<b>12.304</b>	<b>9.162</b>	<b>9.429</b>	<b>9.523</b>	<b>9.681</b>	<b>9.797</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,7%</b>
Değişim (%)	-	155,1%	-59,0%	-25,5%	2,9%	1,0%	1,7%	1,2%		
Toplam Satışlara Oranı (%)	5,3%	7,0%	3,9%	2,5%	2,2%	2,4%	2,0%	2,0%		
<b>Toplam</b>	<b>221.379</b>	<b>428.196</b>	<b>317.795</b>	<b>363.775</b>	<b>422.794</b>	<b>396.892</b>	<b>476.825</b>	<b>484.517</b>	<b>19,8%</b>	<b>7,4%</b>
Değişim (%)	-	93,4%	-25,8%	14,5%	16,2%	-6,1%	20,1%	1,6%		

Kaynak: Şirket

Ürün fiyatlarını doğrudan etkileyen en büyük faktör, kağıt üretiminin ana hammaddesi olan selüloz fiyatlarındaki dalgalanmalardır. Selüloz fiyatları, arz-talep dengesi, uluslararası lojistik kısıtlamaları ve fiyatları, ormancılık uygulamaları ve ticaret politikaları gibi faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir.

Projeksiyon döneminde, ürün satış fiyatlarının belirlenmesinde, BMA-TTO tarafından hazırlanan selüloz fiyatları endeksi birim satış fiyat tahminleri baz alınmıştır. BMA-TTO, bağımsız bir danışmanlık kuruluşu olup güncel kağıt hamuru ve kağıt piyasası istihbaratı sağlamak amacıyla ücretsiz hizmetler sunan bir şirkettir. BMA-TTO, gerçek açık piyasa işlemlerine dayanarak Çin, Avrupa ve Kuzey Amerika gibi büyük pazarlardaki referans kaliteler için aylık kağıt hamuru net fiyat endeksleri yayınlamaktadır.

Bu kapsamda, konverting ve bobin birim satış fiyatları 2022 yılında 2021 yılına göre sırasıyla, %44,7 ve %50,1 oranında artış göstermiş ve 2.245 ABD Doları/ton ve 2.002 ABD Doları/ton ile tarihin en yüksek seviyelerine ulaşmıştır. Selüloz fiyatlarının 2022 yılının son çeyreğinden itibaren düşmeye başlaması ile birim bobin ve konverting satış fiyatları da, 2023 yılında, 2022 yılına göre sırasıyla %13,5 ve %24,4 oranlarında düşüş göstermiş ve sırasıyla, 1.942 ABD Doları/ton ve 1.513 ABD Doları/ton seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Projeksiyon döneminde ise (2024-2028 arası), bobin ve konverting satış fiyatlarının BMA-TTO'nun referans fiyat öngörülürü doğrultusunda, sırasıyla, yıllık ortalama %0,3 ve %2,3 artış oranları ile, 2028 yılında konverting için 2.007 ABD Doları/ton, bobin kağıt için ise 1.645 ABD Doları/ton'a ulaşacağı, ve 2022 yılında ulaşılan tarihi yüksek fiyat seviyelerinin altında kalacağı öngörülmektedir.

Diğer gelirler için birim satış fiyatlarının projeksiyon döneminde 2.314 ABD\$/ton ile 2.474 ABD\$/ton arasında değişeceğini öngörmüştür.

Şirket'in 2021 yılında 221,4 milyon ABD Doları olan net satış gelirleri, selüloz fiyatlarındaki hareketlere bağlı olarak birim satış fiyatlarına olan etkisi ve satış hacmindeki artışın sonucu olarak 2022 yılında %93,4 artışla 428,2 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır. 2023 yılında sektör genelinde selüloz hammadde birim fiyatlarında görülen düşüşler, satış birim fiyatlarını da etkilemiştir. Satış miktarının yaklaşık olarak aynı seviyelerde gerçekleşmesine karşın, satış fiyatlarındaki düşüşten kaynaklı olarak, net satışlar 2023 yılında bir önceki yıla göre %25,8 düşüşle



318 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. 2021 - 2023 yılları arasında Şirket'in net satışlarının yıllık bileşik büyüme oranı %19,8 olarak gerçekleşmiştir.

Ürün grubu bazında incelendiğinde ise, Şirket'in konverting ürün grubundan elde ettiği gelirler, 2021 - 2023 yılları arasında yıllık bileşik ortalama %20,3 büyüyerek, 2023 yılında 107,5 milyon ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde konverting satış gelirlerin büyümesinde hem satış hacmindeki ortalama %7,5 oranında, hem de satış fiyatlarındaki ortalama %11,9 oranındaki büyüme rol oynamaktadır. Konverting gelirlerinin, projeksiyon döneminde %13,6 yıllık bileşik büyüme oranı ile 211,7 milyon ABD Doları'na ulaşması beklenmektedir. Projeksiyon döneminde, gelirlerin artışı satış hacmindeki ortalama %13,2 oranındaki büyümeden kaynaklanmaktadır. Fiyatların ise bu dönem boyunca yatay seyretmesi beklenmektedir.

Şirket'in bobin satışlarından elde ettiği gelirler 2021 - 2023 yılları arasında yıllık ortalama %21,0 büyüme ile 198,0 milyon ABD Doları seviyesine ulaşmıştır. Bu dönemde bobin satış gelirlerin büyümesinde hem satış hacmindeki ortalama %13,6 oranında, hem de satış fiyatlarındaki ortalama %6,5 oranındaki büyüme rol oynamaktadır. Bobin satış gelirlerinin projeksiyon döneminde yıllık bileşik ortalama %3,7 oranı ile büyüyerek 2028 yılında 263,0 milyon ABD Doları'na ulaşması öngörülmüştür. Satış hacminin projeksiyon dönemi boyunca yıllık bileşik ortalama %1,4 oranında, satış fiyatlarının ise yıllık bileşik ortalama %2,3 oranında artması beklenmektedir.

Diğer satışlardan elde edilen gelirler, 2021-2023 döneminde Şirket'in toplam satış gelirlerinin ortalama %5,4'ünü oluşturmuştur. 2024-2028 yılları arasında Şirket'in toplam satış gelirlerinin ortalama %2,2'sini oluşturacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca %1,7 YBBO ile büyümesi öngörülmüştür.

Bu kapsamda, 2023 yılında 317,8 milyon ABD Doları olan Şirket'in toplam satış gelirlerinin %7,4 yıllık bileşik büyüme oranı ile 2028 yılında 484,5 milyon ABD Doları'na ulaşacağı öngörülmektedir.

Projeksiyon döneminde satış gelirlerinin ürün grubu bazında kırılımı incelendiğinde, konverting satışlarından elde edilen gelirlerin toplam satışlar içerisindeki payının 2024 yılında %35,0 seviyesinden %43,7 seviyesine çıkacağı; bobin satış gelirlerinin ise aynı dönemde ağırlığının %62,5'tan, %54,3'e gerileyeceği öngörülmüştür.

Şirket, projeksiyon döneminde de kağıt ve konverting üretimine yönelik yatırımlarını sürdürmeyi hedeflemektedir. Şirket'in projeksiyon dönemine ilişkin büyümeyi destekleyici yatırım stratejileri genel hatları ile aşağıda özetlenmiştir.

- Erzurum'da toplam 67,8 milyon ABD Doları yatırım ile bölgenin ilk temizlik kağıt üretim ve ağır sanayi tesisinin ilk fazının 2025 yılında açılarak, konverting kağıt üretimine başlanması planlanmaktadır. 2027 yılı itibarıyla, yatırımın ikinci fazının tamamlanması ve brüt 35.000 ton/yıllık bobin üretme kapasitesine sahip TM5 kağıt üretim tesisinin devreye girmesi ile birlikte tesiste bobin kağıt üretimine başlanması hedeflenmektedir.
- Ergene Fabrikasında 2024-2028 yılları arasında planlanan toplam 26,2 milyon ABD Doları tutarında yatırım harcaması, dört temel grup altında Akıllı Depo Yatırımı, Yeni Üretim Hatları Yatırımı, Modernizasyon/Yenileme ve Kapasite Artırıcı Yatırımlar, Dijital Dönüşüm Yatırımları şeklinde sınıflandırılmaktadır.
- Ulusal ve uluslararası piyasalardaki büyüme hedefi doğrultusunda, bitmiş ürün tarafında bazı gelişmekte olan hedef pazarlarda markalı büyüme stratejisi,
- Gelişmiş pazarlarda global rakiplere karşı tutarsal payını korumaya yönelik özel müşterilerle işbirliği geliştirilmesi.

### **Satışların Maliyetleri ve Brüt Kâr:**

Satışların maliyeti 2021-2023 yılları arasında ABD Doları bazında %24 yıllık bileşik büyüme oranı ile artmıştır. 2023 yılında ise satış gelirlerindeki eğilime paralel olarak 2022 yılına göre %20 oranında azalarak 222 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. 2024 - 2028 yılları arasında ise %6 yıllık bileşik büyüme oranı ile artarak 308 milyon ABD Doları seviyesinde olacağı projekte edilmiştir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



Tablo: Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Satışların Maliyeti ve Brüt Kar (Bin ABD\$)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışların Maliyeti	143.677	278.886	222.026	246.820	283.170	251.929	304.534	308.420
Satışların Maliyeti /Net Satışlar	64,9%	65,1%	69,9%	67,8%	67,0%	63,5%	63,9%	63,7%
Brüt Kar	77.702	149.310	95.769	116.955	139.625	144.963	172.292	176.097
Brüt Kar Marjı	35,1%	34,9%	30,1%	32,2%	33,0%	36,5%	36,1%	36,3%

Kaynak: Şirket

2021-2023 yılları arasında satışların maliyeti kaleminin alt kırılımının ortalama gerçekleşme oranlarının, hammadde ve ambalaj için yaklaşık %66, enerji maliyetleri için yaklaşık %14 ve geriye kalan maliyet kalemleri için yaklaşık %20 (işçilik, genel üretim giderleri ve amortisman) seviyesinde olduğu görülmektedir.

Selüloz maliyetlerinin toplam maliyet içerisindeki payı dönemsel olarak selüloz fiyatlarındaki değişime hassasiyet göstermektedir. TÜİK verileri baz alınarak üretimde daha çok kullanılan ve tamamı ithal edilen kısa selüloz fiyatları incelendiğinde, 2022 yılında selülözün ton başı maliyetinin ABD Doları bazında bir önceki yıla kıyasla %31 oranında artış gösterdiği görülmektedir. 2022 yılının son çeyreğinden itibaren düşüş eğilimine geçmiş ve 2023 yılı içerisinde de düşüşe devam ederek bir önceki yıl ortalamasının %31 altında gerçekleşmiştir. Selüloz ve ambalaj giderlerinin 2024 - 2028 yılları arasında toplam satış maliyetlerinin yaklaşık %69'u seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Selüloz kaynaklı maliyetlerin projeksiyon dönemi içinde de artış ve düşüş döngüsünün devam edeceği varsayılmıştır.

Maliyetin önemli bileşenlerinden olan enerji maliyetlerinde ise, 2021 - 2022 yılları arasında, Rusya - Ukrayna krizi ve diğer makroekonomik ve politik belirsizliklerden dolayı, satış ve maliyetlerde görülen artışın üzerinde bir artış olmuştur ve enerji maliyetlerinin toplam maliyetler içerisindeki payı önceki yıllara oranla yükselmiştir. Enerji maliyetlerinin, 2024 - 2028 yılları arasında da toplam satış maliyetleri içerisindeki payının ortalama %13 seviyelerinde olması öngörülmüştür.

Şirket'in projeksiyon döneminde, enerji maliyetlerinden tasarruf etmek amacıyla, hayata geçirmeyi planladığı enerji yatırım planları bulunmaktadır. Ergene Fabrikası'nda 2023 yılında başladığı toplam 14,5 MW'lık çatı GES yatırımı 12,5 MW'ı Şubat 2024 itibarıyla devreye alınmıştır. Buna ek olarak, mevcut yatırım planları kapsamında Erzurum Fabrikası'nda iki faz halinde tamamlanarak 2025 ve 2026 yıllarında devreye girmesi hedeflenen toplamda 18 MW'lık GES yatırımı planlanmaktadır. Mevcut fizibilite çalışmaları kapsamında 17,5 MW'lık üçüncü bir GES yatırımının ise Doğu Anadolu bölgesinde arazi üzerine kurulacak şekilde yapılması planlanmakta olup fizibilitesi ve prosedürel süreçleri devam eden projeler bulunmaktadır. Şirket işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla almış olduğu kararlar doğrultusunda, 2026 sene sonu itibarıyla toplam 50 MW'lık GES yatırımı (12,5 MW'ı devreye alınmıştır) tamamlamayı hedeflemektedir. Kapasitenin tamamı Şirket üretim faaliyetleri kapsamında kullanılacaktır. Şirket, GES yatırımları ile kendi elektrik enerjisi ihtiyacının %25'lik kısmının yenilenebilir kaynaklardan kullanılarak maliyet düşürmeyi ve sera gazı emisyonunu (karbon ayak izini) azaltmayı hedeflemektedir.

2021 - 2023 yılları arasında %35,1 ile %30,1 arasında değişen brüt kar marjının aşağıda özetlenen hususlar çerçevesinde 2024 ve 2028 yılları arasında %32,2 seviyesinden kademeli olarak artarak %36,3 seviyesine geleceği öngörülmektedir.

- o Erzurum Fabrikası yatırımı kapsamında ham selülozdan üretimin yanı sıra geri dönüşümlü kağıt üretimine ilişkin yatırım hedefi bulunmaktadır. 2027 yılında TM5 kağıt üretim tesisinin devreye girmesi ile, geri dönüşümlü kağıt ve ham selüloz harmanlanarak kullanılacaktır. Geri dönüşümlü kağıt maliyetinin ham selüloz maliyetine göre daha ucuz olması sebebiyle, Erzurum Fabrikası'nda maliyet avantajı elde edilmesi hedeflenmektedir.

Şirket, 19.06.2012 tarih ve 28328 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 2012/3305 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı kapsamında Bölgesel Yatırım Teşvik Belgesine sahiptir. Şirket, SGK teşvikleri bakımından Erzurum'da 5.Bölge teşviklerinden yararlanma hakkına sahip olup, yatırımın OSB'de olmasından dolayı 6.Bölge teşvikinden faydalanmaktadır. Erzurum Fabrikası'nın 2025 yılından itibaren kademeli olarak devreye alınması ve 2027 yılında TM5 bobin kağıt makinesinin faaliyete geçmesiyle birlikte; 2027 yılından itibaren SGK prim desteği kapsamında Erzurum'da 5. Bölge teşviklerinden ve yatırımın OSB'de

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

olmasından dolayı 6.bölge teşvikinden faydalanılacak olmasının, bu tesis özelinde işçilik giderlerinde azaltıcı etkisi olacaktır. Teşvik kapsamında 12 yıl boyunca Sigorta Primi İşveren Hissesi Desteği ve 10 yıl boyunca Sigorta Primi İşçi Hissesi Desteği'nden faydalanılması söz konusudur.

- o Ergene Fabrikası'nda konverting hatlarındaki modernizasyon ve otomasyon yatırımları ile verimlilik artışı ve sabit giderlerde tasarruf sağlanması,
- o Planlanan yenilenebilir enerji yatırımları sayesinde enerji maliyetlerinden sağlanacak tasarrufun etkisi.

### Faaliyet Giderleri:

Faaliyet Giderleri (Bin ABD\$)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	28.661	48.859	32.353	36.763	42.426	43.282	48.391	48.778
Net Satışlara Oranı	12,9%	11,4%	10,2%	10,1%	10,0%	10,9%	10,1%	10,1%
Genel Yönetim Giderleri	3.909	7.075	7.390	7.080	8.299	8.777	9.875	9.912
Net Satışlara Oranı	1,8%	1,7%	2,3%	1,9%	2,0%	2,2%	2,1%	2,0%
<b>Toplam Faaliyet Giderleri (Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir, Giderler, net hariç)</b>	<b>32.570</b>	<b>55.934</b>	<b>39.743</b>	<b>43.843</b>	<b>50.725</b>	<b>52.059</b>	<b>58.266</b>	<b>58.690</b>
Net Satışlara Oranı	14,7%	13,1%	12,5%	12,1%	12,0%	13,1%	12,2%	12,1%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

2021-2023 yılları arasında faaliyet giderlerin toplam net satışlara oranının ortalama %13,4 seviyesinde gerçekleştiği görülmüştür. 2024 ve 2028 yılları arasında ortalama %12,3 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin satışlara oranının, Erzurum Fabrikası'nın faaliyet giderlerinde yaratması beklenen artış göz önünde bulundurularak 2026 yılında %13,1 ile en yüksek seviyeye ulaşması, 2028 yılında ise Erzurum Fabrikasının tam kapasite devreye girmesi ile birlikte %12,1 seviyesine gerilemesi öngörülmektedir. Bu gerilemede, Erzurum'da üretilen ürünlerin önemli bir kısmının özel markalı (private label) olarak hedeflenmesi rol oynamaktadır. Özel markalı ürünler için, öz markalı ürünlerin satışına yönelik yapılan reklam harcaması veya pazarlama ve satış ekiplerine yönelik giderler gerekmemektedir. Bu sebeple, özel markalı ürün satışlarının ağırlığının artması ile satış hacmi artsa bile pazarlama ve satış giderlerinin daha düşük oranda artması söz konusu olmaktadır. 2024-2028 yılları arasında Şirket'in net satış gelirlerinin yıllık bileşik ortalama %7,4 oranında büyümesi beklenirken, faaliyet giderlerinin aynı dönemde %7,6 oranında artacağı öngörülmektedir.

2023 yılında %2,3 olan genel yönetim giderlerinin satışlara oranının 2028 yılında artan satış kapasitesi ile birlikte %2,0 seviyesine gerileyeceği öngörülmüştür. 2023 yılında yaklaşık %10,2 olan pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranının, 2024 - 2028 yılları arasında Erzurum Fabrikasının kademeli olarak devreye alınması, ihracata yönelik faaliyetlerinin artması ile birlikte, 2026 yılı itibarıyla %10,9'a ulaşması, 2027 yılından itibaren ise kapasite artışı ve oturan satış hacmi ile birlikte %10,1 seviyelerinde seyretmesi öngörülmüştür.

### Esas Faaliyet Kârı ve Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK):

Tablo: Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK Tahminleri

Esas Faaliyet Kârı ve FAVÖK (Bin ABD\$)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	221.379	428.196	317.795	363.775	422.794	396.892	476.825	484.517
Değişim (%)	-	93,4%	-25,8%	14,5%	16,2%	-6,1%	20,1%	1,6%
Satışların Maliyeti	143.677	278.886	222.026	246.820	283.170	251.929	304.534	308.420
Brüt Kar	77.702	149.310	95.769	116.955	139.625	144.963	172.292	176.097
Brüt Kar Marjı (%)	35,1%	34,9%	30,1%	32,2%	33,0%	36,5%	36,1%	36,3%
Faaliyet Giderleri	29.109	50.472	33.495	43.843	50.725	52.059	58.266	58.690
Esas Faaliyet Kârı	48.594	98.838	62.275	73.112	88.900	92.904	114.026	117.407
Marj (%)	22,0%	23,1%	19,6%	20,1%	21,0%	23,4%	23,9%	24,2%
Amortisman Düzeltmesi (+)	10.014	12.533	15.668	12.830	12.915	12.255	14.992	14.025

## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Esas Faaliyetlerden Diğer (Gelir)/Giderler (net)	(3.462)	(5.462)	(6.249)	-	-	-	-	-
FAVÖK*	55.146	105.909	71.694	85.942	101.814	105.158	129.017	131.432
Marj (%)	24,9%	24,7%	22,6%	23,6%	24,1%	26,5%	27,1%	27,1%

(\*) Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler FAVÖK hesaplamasına dahil edilmemiştir. Projeksiyon döneminde diğer gelir/gider öngörülmemektedir.

### Yatırımlar:

Tablo: Yatırım Harcamaları Tahminleri

Yatırım Harcamaları (Bin ABD\$)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Erzurum</b>	<b>11.008</b>	<b>15.003</b>	<b>46.042</b>	<b>2.700</b>	<b>2.700</b>
- Fabrika Yatırımı	9.978	10.885	40.894	2.700	2.700
- GES Projesi	1.030	4.118	5.148	-	-
<b>Ergene</b>	<b>5.222</b>	<b>11.373</b>	<b>4.700</b>	<b>2.700</b>	<b>2.700</b>
- Modernizasyon, Akıllı Depo ve Dijitalleşme Yatırımları	4.949	10.282	4.700	2.700	2.700
- GES Projesi	273	1.090	-	-	-
<b>Doğu Anadolu Bölgesi GES Projesi</b>	<b>1.300</b>	<b>11.700</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Toplam</b>	<b>17.530</b>	<b>38.076</b>	<b>50.742</b>	<b>5.400</b>	<b>5.400</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>7,9%</i>	<i>8,9%</i>	<i>16,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,3%</i>

Kaynak: Şirket

Şirket'in, projeksiyon dönemi boyunca, planladığı yatırımlar yukarıdaki tabloda ana bölgeler bazında açıklanmıştır.

Şirket, Erzurum'da yeni kağıt üretim tesisi yatırımı, Ergene Tesisi'nde kapasiteyi artırma amaçlı yeni endüstriyel hatlar ile modernizasyon, otomasyon ve yeni depo yatırımı ile her iki tesisinde çatıya ve Doğu Anadolu bölgesinde arazi üzerine kurulacak şekilde GES yatırımlarının yanı sıra idame yatırımlarına devam etmesi planlanmaktadır.

**Erzurum Fabrikası Yatırımları:** Erzurum fabrika için öngörülen toplam yatırım harcamasının 67,8 milyon ABD Doları olması planlanmakta olup 2023 yılının ikinci yarısında alt yapı ve hafriyat işlemlerine ilişkin harcamalara başlanmıştır. Erzurum'da Merkez 2 OSB Bölgesinde fazlar halinde ilerleyecek fabrika yatırımı ile Doğu Anadolu ve Karadeniz bölgesinin temizlik kağıdı alanında faaliyet gösteren ilk ağır sanayi tesisinin kurulması planlanmıştır.

- **Faz I:** Konverting üretim tesisinin yatırım döneminin 2024-2025 yılları arası olacağı öngörülmüş olup 2025 yılının ilk yarısında konverting üretim tesislerinde üretimin başlanması planlanmaktadır. Erzurum fabrikasında üretim yapacak konverting hatlarının önemli bir kısmı hali hazırda Şirket'in Ergene fabrikasından sevki edilmek üzere hazır bulundurulmaktadır.
- **Faz II:** Beşinci kağıt üretim hattı TM5'in yatırım döneminin 2024-2026 yılları arası olacağı öngörülmüş olup 2027 yılının başında devreye girmesi planlanmaktadır. Konverting üretimi kullanılacak olan bobin fabrikanın ilk faaliyet yıllarında Ergene Fabrikası'ndan tedarik edilecek olup, 2027 yılı başında beşinci kağıt üretim hattı TM5'in devreye girmesi ile ham selüloz ve geri dönüşüm kağıdının harmanı ile elde edilen hammaddenin burada işlenerek bobin kağıda dönüşmesi ve konverting üretiminde kullanılması hedeflenmektedir.

TM5 kağıt üretim hattı kapasitesinin brüt 35.000 ton/yıl olması planlanmakta olup, Erzurum Fabrikası'nın devreye girmesi ile Şirket'in kağıt üretim kapasitesi brüt 271 bin ton/yıldan brüt 306 bin ton/yıla çıkacaktır. Erzurum Fabrikası'nın kapasitesinin hemen hemen tamamı bobin kağıda göre katma değeri daha yüksek olan konverting ürün üretimi (ağırlıklı olarak özel markalı ve ihracata yönelik) için kullanılacaktır. Bu fabrikadan bölgenin ihtiyacı karşılandıktan sonra kalan kapasitenin komşu ülkelere (Azerbaycan, Gürcistan, Irak) ihraç edilmesi hedeflenmektedir.

**Ergene Fabrikası Yatırımları:** Ergene Fabrikası yatırım programı kapsamında 2024-2028 yılları arasında yaklaşık 26,2 milyon ABD Doları harcama yapılması planlanmaktadır. Bu kapsamda Ergene Fabrikası'nda yapılacak yatırım harcamaları dört temel grup altında sınıflandırılmıştır.

- Akıllı Depo Yatırımı: Planlanan yatırımların önemli bir kısmı konverting hatlarındaki kapasite artışı kaynaklı yeni endüstriyel hatlar ile üretim verimliliğinde artış, sabit giderlerde ise tasarruf öngörülmüştür. Şirket Ergene Fabrikası'ndaki yeni üretim hatları yatırımı için toplamda 7,3 milyon ABD Doları harcama öngörülmüştür. Bu kapsamda devreye girecek yeni hatların bir bölümünün 2024 yılının ikinci yarısında kalan kısmının ise 2025 yılı başında devreye girmesi hedeflenmektedir.
- Yeni Üretim Hatları Yatırımı: 2025 yılında tamamlanarak devreye alınması hedeflenen 5,5 milyon ABD Doları tutarında yatırım ile, Şirket, kendi fabrika arazisi üzerine inşa edeceği raflı ve çok katlı bir depo sayesinde depo kirası ve aidat giderlerinden tasarruf sağlamayı hedeflemektedir.
- Modernizasyon/Yenileme ve Kapasite Artırıcı Yatırımlar: Şirket yeni yatırımların dışında mevcut üretim hatlarında modernizasyon ve kapasite artırıcı yatırımlar planlamış olup 2024-2028 yılları arası toplamda 9,4 milyon ABD Doları tutarında yatırım harcaması öngörmektedir. Bu yatırımlara ek olarak enerji tesisinde ve kaynaklarında, çevre ve iş güvenliği alanlarında, kalite, verimlilik artırıcı ve emisyon düşürecek yatırımlar planlanmıştır.
- Dijital Dönüşüm Yatırımları: Üretim hatları ve kapasite/verimlilik artırıcı yatırımlara ek olarak hem merkez ofis hem fabrika üretim süreçlerinde iyileştirmeyi hedefleyen dijital dönüşüm projeleri yatırım programına dahil edilmiş olup daha hızlı, güncel ve otomatik analizlerin alınabileceği, Şirket büyümesinin önünü açabilecek, çok lokasyonlu ve üretim altyapısının destekleneceği bir platforma ulaşılması hedeflenmektedir. Bu kapsamda 2024-2028 yılları arasında toplamda 4 milyon ABD Doları tutarında yatırım yapılması öngörülmektedir.

**Yenilenebilir Enerji Yatırımları:** Şirket, toplam 50 MW'lık projelendirilmiş GES projesi ile kendi elektrik enerjisi ihtiyacının %25'lik kısmının yenilenebilir kaynaklardan kullanılarak maliyet düşürmeyi ve sera gazı emisyonunu (karbon ayak izini) azaltmayı hedeflemektedir. Şirket'in 2028 yılının sonuna kadar tamamlamayı planladığı GES yatırımlarının toplam maliyeti 33,1 milyon ABD Doları seviyesindedir. Yenilenebilir enerji yatırımları kapsamında Ergene Fabrikası'nda devam eden GES (14,5 MW) yatırımına ek olarak Erzurum Fabrikası'nda toplamda 18 MW'lık çatı GES yatırımının iki faz halinde tamamlanarak 2025 ve 2026 yıllarında devreye girmesi planlanmaktadır. Mevcut fizibilite çalışmaları kapsamında 17,5 MW'lık üçüncü bir GES yatırımının ise Doğu Anadolu bölgesinde arazi üzerine kurulacak şekilde yapılması planlanmaktadır. Şirket halihazırda almış olduğu çağrı mektuplarına ek olarak, görüşmelerine devam ettiği farklı yenilenebilir enerji yatırımları da bulunmaktadır.

### **Net İşletme Sermayesi İhtiyacı:**

Lila Kağıt'ın oluşturduğu iş planı doğrultusunda hedeflediği ticari alacak tahsil süresi, stok tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi gibi değişkenler neticesinde, net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmaktadır.

Şirket'in 2021 ile 2023 yılları arasında dönem sonlarında gerçekleşen ticari alacak, ticari borç ve stok seviyeleri dikkate alınarak bu dönemlere ilişkin devir gün sayıları hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde ticari alacak ve ticari borç gün sayıları geçmiş üç yılın ortalaması alınarak hesaplanmıştır. Stok gün sayısı ise projeksiyon dönemi boyunca Şirket yönetiminin kendi stok planlaması çerçevesinde 70 gün olarak öngörülmüştür.

**Tablo: İşletme Sermayesi Tahminleri**

(gün)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacak Gün Sayısı	81	88	82	84	84	84	84	84
Stok Değişim Gün Sayısı	120	93	63	70	70	70	70	70
Ticari Borç Gün Sayısı	42	36	24	34	34	34	34	34
<b>Nakit Dönüşüm Süresi</b>	<b>159</b>	<b>145</b>	<b>121</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>120</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

**Tablo: İşletme Sermayesi Tahminleri**

(Bin ABD\$)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar (+)	48.961	103.605	71.218	83.331	96.851	90.918	109.228	110.990
Stoklar (+)	47.432	70.816	38.159	47.335	54.307	48.315	58.404	59.149
Ticari Borçlar (-)	16.424	27.516	14.359	22.843	26.207	23.316	28.185	28.544
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>79.969</b>	<b>146.905</b>	<b>95.018</b>	<b>107.824</b>	<b>124.950</b>	<b>115.917</b>	<b>139.448</b>	<b>141.595</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>36%</i>	<i>34%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>29%</i>	<i>29%</i>	<i>29%</i>



## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

<b>İşletme Sermayesi İhtiyacı</b>		<b>66.936</b>	<b>-51.887</b>	<b>12.805</b>	<b>17.127</b>	<b>-9.034</b>	<b>23.531</b>	<b>2.147</b>
-----------------------------------	--	---------------	----------------	---------------	---------------	---------------	---------------	--------------

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, Şirket

Şirket'in net işletme sermayesi gereksinimi; hammadde fiyatlarına, satış hacmine, pazar koşullarına ve makroekonomik göstergelere göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Geçmiş yıllarda net satışlara oranı %30-36 aralığında olan net işletme sermayesinin, projeksiyon döneminde %29-30 seviyelerinde olması öngörülmektedir.

**Ticari Alacaklar:** 2022 yılında ticari alacaklarda meydana gelen artışın ana sebepleri; artan satış hacmi, döviz kurlarındaki artış, yüksek enflasyon ve selüloz fiyatlarındaki artıştır. 2023 yılında, selüloz fiyatlarındaki düşüş ve satış tonajındaki bir miktar azalmaya bağlı olarak, işletme sermayesi 2022 yılına göre daha düşük gerçekleşmiştir. 2024 yılından itibaren projeksiyon dönemi boyunca, ticari alacak tahsil süresinin 2021 - 2023 dönemlerinin ortalaması olan 84 gün olacağı öngörülmüştür.

**Stoklar:** Şirket'in ana hammadde olan selüloz, Şirket'in stokları arasında en büyük paya sahiptir. Selüloz stokları selüloz fiyatlarındaki öngörülemeyen değişimlerden etkilenmektedir. Selüloz fiyatları yukarı yönlü hareket ettiği dönemlerde stok tonajları artmakta tam tersi eğilime girdiğinde de düşüş göstermektedir. Şirket'in geçmiş üç yıldaki stok değişimleri bu paralelde gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi için Şirket Yönetiminin hedef stok devir gün sayısı olan 70 gün dikkate alınmıştır.

**Ticari Borçlar:** Şirket başlıca maliyet kalemleri olan selüloz ve enerji giderlerinin peşin olarak ödediği için ticari borç ödemesi süresi yaklaşık olarak 30 gün seviyelerinde seyretmektedir. 2024 yılından itibaren projeksiyon dönemi boyunca, ticari borç tahsil süresinin 2021 - 2023 dönemleri ortalaması olan 34 gün olacağı öngörülmüştür.

### **Vergi:**

Tablo: Vergi Tahminleri

(Bin ABD\$)	2024T	2025T	2025T	2027T	2028T
<b>Vergi</b>	<b>1.537</b>	<b>2.018</b>	<b>1.223</b>	<b>3.721</b>	<b>23.481</b>
<b>Vergi Oranı</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,3%</b>	<b>3,3%</b>	<b>20,0%</b>

Kaynak: Şirket

Şirket'in, ihracat ağırlıklı bir firma olması ve yoğun yatırım programı sebebiyle detayları aşağıda açıklanan çeşitli teşviklerden yararlanıyor ve yararlanacak olması sebebiyle, projeksiyon dönemi boyunca efektif vergi oranı bu teşvikler dikkate alınarak öngörülmüştür.

2024 yılında %2,1 öngörülen efektif vergi oranı, 2025 yılından itibaren sırasıyla, %2,3, %1,3, %3,3 ve %20,0 olarak öngörülmüştür.

Şirket'in yatırım teşvik belgeleri kapsamında yaptığı yatırım harcamaları ile ilgili olarak yararlandığı ve yararlanacağı vergi avantajları mevcuttur. Şirket'in yatırımlarda kullanmak üzere Tekirdağ Ergene ve Erzurum lokasyonlarında tamamlanma vizesi yapılmamış dört adet, yapılmış ve yatırım katkı tutarı devam eden bir adet olmak üzere toplam beş adet teşvik belgesi bulunmaktadır.

Şirket kağıt üretimi için olan G/138679 Yatırım Teşvik Belgesine istinaden; %60 vergi indirimi, %25 yatırıma katkı tutarı kadar Kurumlar Vergisi indirimi, KDV istisnası, sigorta primi işveren hissesi desteği ve gümrük vergisi muafiyeti gibi destek unsurlarından faydalanabilmektedir. (2017/9917 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 2017 yılı yatırım harcamaları için vergi indirimi oranı %100'e, yatırıma katkı tutarı %40'a çıkarılmıştır ve 7061 sayılı Kanun hükümleriyle 2018 yılı harcamalarını kapsayacak şekilde uzatılmıştır. 18.01.2019 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 7161 sayılı "Vergi Kanunları İle Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun"la 2017 ve 2018 yılları harcamaları için geçerli olan yatırıma katkı oranlarının ve kurumlar vergisi indirim oranının 2019 yılı yatırım harcamalarında da kullanılmasına olanak sağlanmıştır. Son olarak 29.12.2019 tarih ve 1950 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile 01.01.2020-31.12.2022 tarihleri arasında YTB kapsamında gerçekleştirilecek harcamalar içinde aynı şekilde vergi indirimi oranı %100, yatırıma katkı tutarı %40 olarak uygulanacaktır).

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



Şirket devam eden yatırımlarına ilave kararı almış buna bağlı olarak G/138679 nolu YTB'nin tutarında değişikliğe gidilmiştir. Belgede yazılı olan 582.950.000 TL toplam yatırım tutarı, yeni belgede 738.214.269 TL olmuştur. 2024 yılına devreden 1.060.804 TL Yatırıma Katkı Tutarı bulunmaktadır. 2023 yılında dahil edildiğinde bu belge için yapılan toplam harcama tutarı 650.387.810 TL olmuştur.

Şirket, faaliyet gösterdiği diğer iş alanı olan tekstil için 09.12.2020 tarih ve 517820 no.lu Yatırım Teşvik Belgesini almıştır. 2023 yılında ise 3.005.129 TL kullanılmıştır. Bu belgeden 2024 yılına 4.961.724 TL Yatırıma Katkı Tutarı devretmiştir. Belge kapama işlemleri tamamlandıktan sonra bu rakam yeniden değerlendirme oranı dikkate alınarak değerlemeye tabii tutulacaktır.

Şirket'in 31 Ekim 2017 tarih ve B-121654 numaralı teşvik belgesi (15 Kasım 2018 tarihinde "tamamlama vizesi" işlemleri bitmiş ve kapatılmış olup) önceki YKT'den 2022 yılına devreden Yatırıma Katkı Tutarı 4.823.168 TL'dir. Bu rakam 2021 (YD) Yeniden Değerleme oranıyla değerlemeye tabi tutularak endekslenmiş ve 2022 yılına 6.235.628 TL olarak devretmiştir. 2022 yılı (YD) Yeniden Değerleme oranıyla değerlemeye tabi tutulan bu rakamın 5.792.228 TL'si 2022 yılı Kurumlar Vergisine mahsuben kullanılmıştır. Kalan 2.700.697 TL Yatırıma Katkı Tutarı sonraki yıllara devretmiştir. Bu rakam 2023 YDO ile endekslemeye tabi tutulmuş ve kullanılabilir tutar 8.721.362 TL olmuştur. 2023 yılında ise 4.775.293 TL kullanılmıştır. Bu belgeden 2024 yılına 3.946.069 TL Yatırıma Katkı Tutarı devretmiştir.

Şirket, Erzurum bölgesinde yapacağı yeni yatırım ile ilgili 30.05.2023 tarih 65076 sayılı başvuru ile yatırım teşvik belgesi alımı için başvuru yapmış 28.07.2023 tarihinde 556528 numaralı teşvik belgesini almıştır. 5.bölgede yer alan yatırım organize sanayi bölgesi içerisinde yapılacağından 6.bölge teşviklerinden yararlanılacaktır. Bu kapsamda %90 vergi indirimi, %50 yatırıma katkı tutarı kadar Kurumlar Vergisi indirimi, KDV istisnası, sigorta primi işveren hissesi desteği ve gümrük vergisi muafiyeti gibi destek unsurlarından faydalanabilecek olup Erzurum fabrika yatırımları kapsamında alınan teşvik belgesine konu tutar 2.680.799.656 TL'dir. 2023 yılında, Kurumlar Vergisi indirimine konu 16.071.588 TL harcama yapılmış ve faturaları kayıt altına alınmıştır. Yapılan bu harcamaların Yatırıma Katkı Tutarı 7.071.499 TL'dir. Bu katkı tutarının 2023 Kurumlar Vergisi indiriminde tamamı kullanılmıştır.

Şirket'in Ergene2 OSB bölgesinde yer alan üretim tesislerinde yararlanmak üzere güneş enerji santrali yatırımı kararı almış ve yapacağı yeni yatırım için 28.12.2023 tarihli 562958 numaralı belgeyi almıştır. 1.bölgede yer alan GES yatırımı için 4.bölge teşviklerinden yararlanılacaktır. Bu kapsamda %70 Kurumlar Vergisi indirimi ve %30 yatırıma katkı tutarı, KDV istisnası destek unsurlarından faydalanabilecektir. Belgede yer alan sabit yatırım tutarı 250.121.103 TL olup belgenin süresi 11.12.2026'dır. 2023 yılı itibarıyla belge kapsamında 242.609.306 TL harcama yapılmış olup, bu harcama karşılığında oluşan 58.226.233 TL yatırıma katkı tutarının tamamından 2023 yılında yararlanılmıştır. 2024 yılına harcaması yapıp devreden Yatırım Katkı Tutarı bulunmamaktadır.

### Serbest Nakit Akımları:

Tablo: Serbest Nakit Akımı Tahminleri

(bin ABDS)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	363.775	422.794	396.892	476.825	484.517
Satışların Maliyeti	246.820	283.170	251.929	304.534	308.420
Brüt Kâr	116.955	139.625	144.963	172.292	176.097
Faaliyet Giderleri	43.843	50.725	52.059	58.266	58.690
Esas Faaliyet Karı	73.112	88.900	92.904	114.026	117.407
Amortisman	12.830	12.915	12.255	14.992	14.025
Diğer (Gelir) / Giderler – net	-	-	-	-	-
FAVÖK*	85.942	101.814	105.158	129.017	131.432
(-) Yatırım Harcamaları	17.530	38.076	50.742	5.400	5.400
(-) Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	12.805	17.127	-9.034	23.531	2.147
(-) Vergi	1.537	2.018	1.223	3.721	23.481
Serbest Nakit Akımları	54.070	44.593	62.227	96.365	100.403

(\*) Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler FAVÖK hesaplamasına dahil edilmemiştir. Projeksiyon döneminde diğer gelir/gider öngörülmektedir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

**Lila Kağıt'ın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)**

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki ABD Doları cinsinden ihraç edilen 10 yıllık Eurobond getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu bağlamda, risksiz getiri oranı olarak, 2024 yılı için US900123AT75 ISIN'lı Şubat 2034 vadeli Eurobond'un raporumuzun tarihi itibarıyla son 3 aylık getiri ortalaması %7,55 olarak hesaplanmıştır. İNA'da kullanılan AOSM'de %8,0 olarak kullanılmıştır. Risksiz getiri oranının projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak düşeceği ve 2027 yılından itibaren %7,5 olacağı öngörülmüştür. Yukarıdaki varsayımlar neticesinde, 2024-2028 dönemi boyunca risksiz getiri oranı sırasıyla %8,0, %7,8, %7,6, %7,5 ve %7,5 olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in kaldıraçlı betası için benzer şirketler incelenmiş, 1,0'ın altında olduğu görülmüştür. Şirket payları henüz işlem görmeye başlamadığı için beta sabit 1,0 alınmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak kabul edilmiştir.
- Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranı, 2021, 2022 ve 2023 yılları için sırasıyla, %57, %44 ve % 35 olarak gerçekleşmiştir. Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranının son üç yıllık ortalaması %45 seviyesinde hesaplanmakta olup, Şirket'in yatırımlar ile büyüme stratejisi ve gerekli finansmanın özkaynak ve dış kaynaklar arasında yarı yarıya karşılanma stratejisi çerçevesinde, söz konusu oran projeksiyon dönemi için %50 olarak sabit varsayılmıştır.
- 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmi Gazete'de yayınlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca çeşitli teşviklerden yararlanacak olması dolayısıyla projeksiyon dönemi yıllar itibarıyla farklı vergi oranları öngörülmüştür. AOSM hesaplamasında 2024-2028 dönemi boyunca vergi oranı sırasıyla %2,1, %2,3, %1,3, %3,3 ve %20,0 olarak hesaplanmıştır. 2028 yılından itibaren Şirket'in yatırım teşviklerinden kaynaklanan vergi avantajının ortadan kalkacağı ve projeksiyon döneminin son yılından itibaren vergi oranının %20,0 olacağı varsayılmıştır. 14 Mayıs 2022 tarihli ve 31835 sayılı Resmi Gazete'de yapılan duyuruya göre, ihracat yapan kurumların 1/1/2022 tarihinden itibaren üretim ve ihracat faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları için uygulanacağı duyurulan 1 puanlık indirim, 7456 sayılı kanunda 2023 yılında yapılan düzenleme ile 5 puanlık indirimle %20 olarak uygulanacağı duyurulmuştur. Lila'nın satışları ağırlıklı ihracat kaynaklı olduğu için (2023 Yılı: %69) vergi oranı %20 olarak öngörülmüştür.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in ABD Doları bazındaki mevcut borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurulmuş ve 2024-2028 projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyetinin risksiz getiri oranından 2 puan yüksek olacağı varsayılmıştır. Yukarıdaki varsayımlar neticesinde, 2024-2028 dönemi boyunca borçlanma maliyetinin sırasıyla, %10,0, %9,8, %9,6, %9,5 ve %9,5 olarak varsayılmıştır.

**Tablo: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı**

AOSM	Hesaplama Formülü	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	A	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%	7,5%
Piyasa Risk Primi	B	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	C	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Özsermaye Maliyeti	$D = A + B \times C$	13,5%	13,3%	13,1%	13,0%	13,0%
Borçlanma Maliyeti	E	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,5%
Vergi Oranı	F	2,1%	2,3%	1,3%	3,3%	20,0%
Hedef Özkaynak Oranı	G	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Hedef Borç Oranı	H	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
<b>AOSM</b>	$I = D \times G + H \times (1-F) \times E$	<b>11,6%</b>	<b>11,4%</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,3%</b>

Kaynak: Ak Yatırım tahminleri

Yukarıdaki varsayımlar ışığında, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti projeksiyon dönemi için sırasıyla %11,6, %11,4, %11,3, %11,1 ve %10,3 olarak hesaplanmıştır.

## Lila Kağıt İNA Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, kısmen Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok tahminin parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucu söz konusu olabilir.

Tablo: Lila Kağıt'ın İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu

(Bin ABD\$)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	363.775	422.794	396.892	476.825	484.517
Satışların Maliyeti	246.820	283.170	251.929	304.534	308.420
<b>Brüt Kâr</b>	<b>116.955</b>	<b>139.623</b>	<b>144.963</b>	<b>172.292</b>	<b>176.097</b>
Faaliyet Giderleri	43.843	50.725	52.059	58.266	58.690
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>73.112</b>	<b>88.900</b>	<b>92.904</b>	<b>114.026</b>	<b>117.407</b>
(+) Amortisman	12.830	12.915	12.255	14.992	14.025
Esas Faaliyetlerden Diğer (Gelir) / Giderler – net	-	-	-	-	-
<b>FAVÖK</b>	<b>85.942</b>	<b>101.814</b>	<b>105.158</b>	<b>129.017</b>	<b>131.432</b>
(-) Yatırım Harcamaları	17.530	38.076	50.742	5.400	5.400
(-) Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	12.805	17.127	-9.034	23.531	2.147
(-) Vergi	1.537	2.018	1.223	3.721	23.481
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>54.070</b>	<b>44.593</b>	<b>62.227</b>	<b>96.365</b>	<b>100.403</b>
AOSM	11,6%	11,4%	11,3%	11,1%	10,3%
İndirgeme Oranı	1,06	1,18	1,31	1,46	1,61
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>51.172</b>	<b>37.871</b>	<b>47.487</b>	<b>66.195</b>	<b>62.529</b>

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu (milyon ABD\$)	Hesaplama Formülü	Tutar
İNA Toplamı 2024- 2028 (milyon USD)	A	265,3
Uç Dönem Büyüme Oranı	B	2%
Uç Değerin 2028'deki Değeri (milyon USD)	C	1.234
Uç Değerin Bugüne İndirgeme Oranı	D	1,61
Uç Değerin Bugünkü Değeri (milyon USD)	E = C + D	768,4
Firma Değeri (milyon USD)	F = A + E	1.034
Net Borç (31/12/2023) (milyon ABD\$)	G	60,3
<b>Lila Kağıt %100 Özsermaye Değeri (milyon ABD\$)</b>	<b>H = F - G</b>	<b>973,3</b>

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Lila Kağıt'ın Özsermaye Değeri, 973,3 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemiyle ulaşılan özsermaye değerinin farklı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve yine farklı reel uç dönem büyüme oranı kullanıldığında ortaya çıkan değeri, aşağıdaki tabloda incelenmektedir.

Tablo: Hassasiyet Analizi (milyon ABD Doları)

	AOSM Değişimi					
		-%2,0	-%1,0	%0,0	%1,0	%2,0
Uç Değer Büyüme Oranı Değişimi	-%2,0	1.035,8	911,7	812,0	730,1	661,7
	-%1,0	1.157,1	1.004,0	884,0	787,5	708,3
	%0,0	1.316,9	1.121,4	<b>973,3</b>	857,3	764,0
	%1,0	1.537,0	1.276,2	1.087,2	943,9	831,7
	%2,0	1.859,4	1.489,4	1.237,1	1.054,2	915,6

## VII. SONUÇ

Değerleme çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmıştır.

Tablo: Lila Kağıt Özsermaye Değeri

(milyon ABD\$)	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Lila Kağıt'ın Özsermaye Değeri	A	783,3	973,3
Yöntemin Ağırlığı	B	60%	40%
Lila Kağıt'ın Ortalama Özsermaye Değeri	$C = \Sigma (A \times B)$	859,3	

Değerleme çalışması neticesinde, piyasa çarpanları analizi yöntemine %60, İNA analizi yöntemine ise, devam eden yatırımların projeksiyon dönemi içerisinde tamamlanacak olması sebebiyle, ihtiyatlılık gereği %40 ağırlık verilerek Lila Kağıt'ın özsermaye değeri 859,3 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Tablo: Lila Kağıt'ın 1 Adet Payı Başına Düşen Değeri

1 Adet Pay Başına Düşen Değer	Değer
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (milyon ABD Doları)	859,3
28.02.2024 tarihli TCMB ABD Doları / Türk Lirası Alış Kuru	31,0737
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (milyon TL)	26.703
Lila Kağıt'ın Çıkarılmış Sermayesi (nominal milyon TL)	500
1 Adet Lila Kağıt Payı Başına Düşen Değer (TL)	53,41

Değerleme çalışmasında 1 adet Lila Kağıt payı başına düşen ortalama değer 53,41 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo: Pay Başına Düşen Halka Arz Fiyatı

	Fiyat
1 Adet Lila Kağıt Payı Başına Hesaplanan Değer	53,41
Halka Arz İskontosu	30,0%
1 Adet Lila Kağıt Payının Halka Arz Fiyatı	37,39

Halka arz fiyatı olarak belirlenen 37,39 TL için halka arz iskontosu %30,0 olarak hesaplanmaktadır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

## Ek 1: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri

Şirket Adı	Açıklanan Son Finansal Tablo Dönemi	Ülke	Faaliyet Konusu
Bashundhara Paper Mills Limited (DSE:BPML)	31.12.2023	Bangladeş	Bashundhara Paper, kağıt ürünleri, kağıt mendil ürünleri ile sağlık ve hijyenik ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Ana ürünleri arasında yüz, cep mendili ve tuvalet kağıdı gibi kağıt mendil ürünleri, kağıt peçete, mutfak ve el havluları, doku jumbo ruloları, hijyen ürünleri, kaplamalı ve kaplamasız kağıt ürünleri ile ambalaj kağıtları bulunmaktadır.
Clearwater Paper Corporation (NYSE:CLW)	31.12.2023	ABD	Clearwater Paper, ağartılmış kartonlar, tüketici ve ana rulo kağıtları üretmekte ve tedarik etmektedir. Kağıt hamuru/karton ve tüketici ürünleri olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Tüketici ürünleri segmentinde başlıca, banyo mendilleri, kağıt havlular, yüz mendilleri ve peçeteler dahil olmak üzere temizlik kağıdı ürünleri sunmaktadır.
Empresas CMPC S.A. (SNSE:CMPC)	31.12.2023	Şili	Empresas, kağıt hamuru, biyopaketleme ve yumuşak kağıt olmak üzere üç segmentte üretim yapmaktadır. Yumuşak kağıt segmenti, tuvalet kağıdı, kağıt havlu, kağıt peçete ve yüz mendili dahil olmak üzere kağıt mendil ürünleri sunmaktadır. Şirket, ürünlerini Elite, Confort, Nova, Higienol, Sussex, Babysec, Cotidian, Ladysoft, Duetto, Cotton ve Deluxe marka isimleri altında satmaktadır.
Grigeo AB (NSEL:GRG1L)	31.12.2023	Litvanya	Grigeo AB, kağıt ve kağıt ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket, tuvalet kağıtları, kağıt havlular, kağıt mendiller, kağıt peçeteler, silme kağıtları, ahşap lif levhalar, ahşap ürünler ve oluklu mukavva üretimi ile hijyenik kaplamalar, hijyen ürünleri satışı da yapmaktadır. Şirket 2017 yılında unvanını Grigeo Grigişkes AB'den Grigeo AB'ye değiştirmiştir.
Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V. (BMV:KIMBER A)	31.12.2023	Meksika	Kimberly-Clark de México, bağlı kuruluşlarıyla birlikte tek kullanımlık ürünler üretmekte, dağıtmakta ve pazarlamaktadır. Ürünleri arasında tuvalet kağıtları, el havluları, endüstriyel temizlik bezleri ve diğer kişisel bakım ve hijyen ürünleri de yer almaktadır. Şirket'in markaları arasında Cottonelle, Vogue, Suavel, Delsey, Pétalo, Fancy, LYS, Kleenex ve KleenBebe gibi markalar yer almaktadır.
Metsä Board Oyj (HLSE:METS B)	31.12.2023	Finlandiya	Metsä Board Oyj, katlanır karton, taze selüloz astarlı karton ve kağıt hamuru pazarlama faaliyetleri yürütmektedir. Şirket daha önce M-real Corporation olarak bilinmekte fakat Mart 2012'de adını Metsä Board Oyj olarak değiştirmiştir. Metsä Board Oyj, 1986 yılında kurulmuştur.
Sappi Limited (JSE:SAP)	31.12.2023	Güney Afrika	Sappi Limited, iştirakleriyle birlikte odun lifi bazlı yenilenebilir kaynaklardan üretilen malzemelerin tedariki ile ilgilenmektedir. Şirket, çözünebilir odun ve kağıt hamuru, grafik kağıtları, kuşe ve kaplanmamış kağıtlar, çıkartma kağıtları, ambalaj ve esnek ambalaj kağıtları, etiket kağıtları, fonksiyonel kağıt ambalaj ürünleri, mukavvalar, kartonlar, silikon bazlı kağıtlar ve boya süblimasyon kağıtları da dahil olmak üzere özel kağıtlar üretmekte ve satmaktadır.



## Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

<b>Stora Enso Oyj</b> <b>(HLSE:STERV)</b>	31.12.2023	Finlandiya	Stora Enso Oyj, ambalaj, biyomalzemeler, ahşap yapılar ve kağıt endüstrileri için yenilenebilir çözümler sunmaktadır. Ambalaj malzemeleri ve çözümleri, biyomalzemeler, ahşap ürünler, orman, kağıt ve diğer segmentlerde faaliyet göstermektedir. Şirketin biyomateryaller segmenti ambalaj, kağıt, kağıt mendil, özel ürünler ve hijyen ürünleri üreticilerine yönelik çeşitli kağıt hamuru sağlamaktadır. Şirket, diğer segmentleri ile yiyecek ve içecek, ilaç sektörleri için, baskı ve ofis kullanımına yönelik ürün portföyü sunmaktadır. Şirketin diğer segmenti ise elektrik ve ısı üretimini içermektedir.
<b>Suominen Oyj</b> <b>(HLSE:SUY1V)</b>	31.12.2023	Finlandiya	Suominen, mendil ve diğer uygulamalara yönelik rulo ürünler olarak dokunmamış kumaşlar üretmekte ve uluslararası alanda satmaktadır. Bebek, ev tipi, tıbbi, kişisel bakım ve işyeri mendilleri, nemli tuvalet mendilleri de ürünleri arasındadır.

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**SUOMINEN ŞİRKETİ**

**Ek 2: Sorumluluk Beyanı**

**SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA**  
**(Ortaklıklar Finansman Dairesi)**  
**Eskişehir Yolu 8. Kilometre No:156, 06530, ANKARA**

28 Şubat 2024

**Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan Lila Kağıt A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER**  
**ANONİM ŞİRKETİ**

Nesliğül Onyedioğlu  
Bölüm Başkanı

Ali Can Selçuk  
Yönetici

**Ek 3: Yetkinlik Beyanı**

**SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA**  
**(Ortaklıklar Finansman Dairesi)**  
**Eskişehir Yolu 8. Kilometre No:156, 06530, ANKARA**

28 Şubat 2024

**Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı**

Lila Kağıt A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER**  
**ANONİM ŞİRKETİ**

Nesligül Onyedioğlu  
Bölüm Başkanı

Ali Can Selçuk  
Yönetici