

LİLA KAĞIT

Yeni bir yatırım döngüsüne doğru adım adım...

Stratejik büyüme planlarıyla bölgesel bir temizlik kağıdı lideri:

Nielsen IQ Haziran YTD 2024 – 2025'e göre Lila Kağıt, 1Y25 itibarıyla %8,1'lik pazar payıyla Türkiye'nin en büyük üç hijyenik temizlik kâğıdı üreticisinden biridir. Şirket, yıllık 271 bin ton brüt üretim kapasitesiyle Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da 10. sırada yer almakta ve %87'lik kapasite kullanım oranıyla (sektör: %81) önemli bir verimlilik avantajı sağlamaktadır. Erzurum'daki yeni üretim hattı, 2027 yılında 70 bin ton ek kapasite ile toplam kapasiteyi %25 artışla 341 bin tona çıkaracaktır.

Türkiye pazarının büyüme potansiyeli: Türkiye'de kişi başına hijyenik temizlik kâğıdı tüketimi 7–8 kg seviyesindedir. Bu rakam, küresel ortalamanın biraz üzerinde olsa da Avrupa'daki (15 kg) ve ABD'deki (25 kg) tüketim düzeylerinin oldukça gerisinde olup sektör için güçlü bir büyüme potansiyeline ve uzun vadede destekleyici talep dinamiklerine işaret etmektedir.

İhracat odaklı iş modeli kur riskini azaltıyor: Lila Kağıt, 80+ ülkeye ihracat yapmakta olup, son üç yılda satışların yaklaşık %70'i uluslararası pazarlardan elde edilmiştir (6A25: %68). Şirketin başlıca ihracat pazarları İngiltere (%54) ve Avrupa'dır (%25). Selülozun tamamını ithal etmesine rağmen, ihracat/ithalat oranının 1,4x olması sayesinde net ihracatçı konumdadır ve bu sayede TL'deki dalgalanmalara karşı doğal koruma sağlanmaktadır.

Halka arz gelirleriyle desteklenen yatırım döngüsü: Mayıs 2024'teki halka arzdan 3,3 milyar TL gelir elde eden Lila Kağıt, bunun 2,1 milyar TL'sini yatırımlarda kullanmıştır. Öncelikli projeler arasında **i) Erzurum fabrikası** (2027'de +70 bin ton), **ii) Ergene'de akıllı depo ve otomasyon yatırımı** (yıllık 2 milyon USD tasarruf), **iii) 50 MW yenilenebilir enerji yatırımı** (2027'de elektrik ihtiyacının %25'inin karşılanması) bulunmaktadır. Ayrıca halka arzdan sağlanan fondan 1,2 milyar TL faiz geliri elde edilip net nakit pozisyonu korunurken, yatırım döngüsünde Net Borç/FAVÖK oranının 1.0x'in altında tutulması hedeflenmektedir.

2025 Öngörülleri: 2025 yılında satış hacminin sabit kalması (yurt içinde büyüme & gelişmiş ihracat pazarlarında daralma), brüt kâr marjının >%29, FAVÖK marjının >%20, NİS/Satışlar'ın <%30 olması ve 35 milyon USD yatırım harcaması yapılması öngörülmektedir.

Emsallerine kıyasla cazip çarpanlar: Hesaplamalarımıza göre, Lila Kağıt 2025T 4,8x FD/FAVÖK çarpanıyla işlem görürken uluslararası benzerlerin medyan çarpanı 8,1x'e göre %40 iskonto sunmaktadır.

Riskler: Şirketin net ihracatçı konumu, TL'nin reel değer kazanması durumunda büyüme ve kârlılık üzerinde baskı yaratabilir. Ayrıca selüloz, navlun ve enerji maliyetlerindeki dalgalanmalar ile tedarik zinciri aksamaları da önemli risk unsurları arasında yer almaktadır.

Bloomberg Kodu	LILAK TI
Tavsiye	Öneri Yok
Güncel Fiyat, TL	28,10
Halka Açıklık Oranı	44%
Piyasa Değeri, mn TL	16.579
Firma Değeri, mn TL	13.068

Finansal Veriler	2023	2024	6A25
			S12A

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	15.759	14.605	13.305
FAVÖK, mn TL	3.555	2.858	2.416
Net Kâr, mn TL	378	1.371	1.521

Borçluluk

Net Borç, mn TL	2.992	-3.845	-3.511
Net Borç/FAVÖK	0,8	-1,3	-1,5

Kârlılık

FAVÖK Marjı	22,6%	19,6%	18,2%
Net Marj	2,4%	9,4%	11,4%
Temettü Verimi	n.a.	1,1%	5,9%

Büyüme

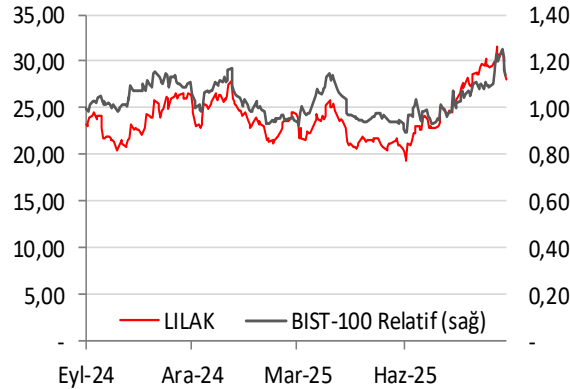
Ciro, y/y	n.m.	-7,3%	n.m.
FAVÖK, y/y	n.m.	-19,6%	n.m.
Net Kâr, y/y	n.m.	262,7%	n.m.

Değerleme Verisi	2023	2024	6A25
			S12A

F/K	n.a.	11,6	10,9
FD/FAVÖK	n.a.	4,2	5,4
FD/Ciro	n.a.	0,8	1,0

Hisse Verileri

	1A	3A	YBG
Nominal Getiri	2,1%	33,6%	12,5%
BİST-100 Relatif	7,8%	22,6%	6,6%
AOİH, mn TL	249	299	177



Piyasa verileri 12 Eylül 2025 tarihli.

Halihazırda en büyük üreticilerden biri ve daha fazla kapasite yolda

Lila Kağıt, 300 bin m2 üretim tesisi, 4 kağıt üretim hattı ve yıllık 271 bin ton brüt üretim kapasitesiyle Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'nın 10'uncu, dünyanın ise 34'üncü en büyük hijyenik temizlik kağıdı üreticisidir. Türkiye'nin toplam hijyenik temizlik kağıdı üretiminin yaklaşık %20'sini tek başına gerçekleştirmektedir.

2027 yılında Erzurum tesisinde devreye alınacak beşinci üretim hattı ile yıllık kapasiteye 70 bin ton eklenerek %25 artış sağlanacaktır. Bu yatırım, şirketin rekabet gücünü artırırken bölgedeki en büyük hijyenik temizlik kağıdı üreticilerinden biri olarak konumunu sağlamlaştıracaktır.

Ayrıca, Şirket'in %87'lik kapasite kullanım oranı, sektör ortalaması olan %81'in üzerinde olmakla birlikte kapasite artışlarının etkin bir biçimde üretime dönüştürülebileceğini göstermektedir.

Yüksek ihracat payı, kur riskine karşı doğal bir koruma sağlıyor

Lila Kağıt nette ihracatçı konumdadır. Tamamı ithal edilen selüloz hammaddesine rağmen, Lila Kağıt yüksek ihracat oranıyla kur riskini dengelemektedir. Son üç yılda ihracat, satışların ortalama %70'ini oluştururken (6A25: %68), Haziran '25 itibarıyla ihracat/ithalat oranı 1,4x seviyesindedir.

Şirket, 5 kıtada 80'den fazla ülkeye ulaşan yarı mamul ve bitmiş ürün ihracatı ile güçlü bir uluslararası varlığa sahiptir. Başlıca pazar alanları Birleşik Krallık ve Avrupa olup 6A25'te toplam satışların sırasıyla %54 ve %25'ini oluşturmaktadır. Lila Kağıt, 2024 yılında Türkiye'nin toplam hijyenik temizlik kâğıdı ihracatının %30'unu gerçekleştirmiş ve sektör liderliğini pekiştirmiştir.

Düzenli temettü dağıtımı

Lila Kağıt, istikrarlı kar payı dağıtımı politikasıyla BIST Temettü Endeksi'nde (XTMTU) yer alırken BIST Temettü 25 Endeksi'ndeki (XTM25) yedek paylardan biridir.

Şirket, son 11 yılın 10'unda kâr dağıtım politikası doğrultusunda temettü dağıtmıştır. Lila Kağıt hisseleri 2024 yılında BIST'te işlem görmeye başlamış olup, son iki yılda ortalama %81 dağıtım oranı ve %3,5 temettü verimi sağlamıştır.

Son olarak 1 Temmuz 2025'te %80 dağıtım oranı ve %6,1 temettü verimine karşılık gelen 885 milyon TL (brüt 1,50 TL/hisse) nakit temettü ödenmiştir. Yönetim, devam eden yatırım döngüsüne rağmen düzenli temettü ödemelerini sürdürmeyi hedeflemektedir.

2025 Beklentileri:

Yatay satış tonajı, (Türkiye pazarında büyüme, gelişmiş ihracat pazarlarında daralma)

Brüt kar marjı > %29 (en az 90bps artış)

FAVÖK marjı > %20 (en az 40bps artış)

NİS/Satışlar <%30 (2024: %26)

35 milyon USD yatırım harcaması (50 milyon USD'den aşağı revize edildi)

Enflasyon muhasebesinin etkileri:

Enflasyon muhasebesi uygulamasının marjlar üzerinde olumsuz bir etkisi vardır.

Tablo 1: Enflasyon Muhasebesinin Marjlar ve Net Kar Üzerindeki Etkisi

Yıllar	2024		2023		Değişim (y/y)	
(milyon TL)	TMS-29'lu	TMS-29 hariç	TMS-29'lu	TMS-29 hariç	TMS-29'lu	TMS-29 hariç
Satışlar	12.518	10.951	13.507	7.472	-7%	47%
Brüt Kar	3.518	3.723	4.066	2.809	-13%	33%
Marj	28,1%	34,0%	30,1%	37,6%	-2ppt	-4ppt
FAVÖK	2.450	2.377	3.047	2.016	-20%	18%
Marj	19,6%	21,7%	22,6%	27,0%	-3ppt	-5ppt
Net Kar	1.175	2.831	324	1.153	263%	146%
Marj	9,4%	25,9%	2,4%	15,4%	7ppt	11ppt

Kaynak: Şirket

6A25 Sonuçları:

Lila Kağıt (LILAK; Öneri Yok) 6A25'te yıllık bazda %19 artışla 930 milyon TL net kar açıkladı. Operasyonel performanstaki kötüleşmeye ve artan parasal zarara rağmen, net kârdaki iyileşme i) finansal gelirlerdeki artış (yüksek faiz oranları & halka arzdan elde edilen nakit sayesinde), ii) daha yüksek yatırım gelirlerinden (ekipman & makine satışı) ve iii) vergi giderlerindeki azalmadan (yatırım teşvik belgeleri sayesinde) kaynaklandı. Şirket'in gelirleri, büyük ölçüde ihracat satışlarındaki düşüş nedeniyle yıllık bazda %17 azalarak 6,4 milyar TL'ye geriledi. FAVÖK yıllık bazda %26 düşüşle 1,3 milyar TL oldu. FAVÖK marjı, faaliyet giderleri marjındaki baskı nedeniyle yıllık bazda 2,4 puan daralarak %19,6 seviyesinde gerçekleşti. Kârlılığın kötüleşmesinin ardındaki başlıca faktörler i) zorlu fiyatlandırma ortamı ve satış tonajındaki düşüş, ii) TL'nin reel olarak değer kazanmasının yol açtığı maliyet baskılarıdır.

Tablo 2: Özet Finansallar

Finansal Özet	(TMS-29'lu)		
(milyon TL)	6A25	6A24	y/y
Satışlar	6.429	7.729	-17%
FAVÖK	1.263	1.705	-26%
FAVÖK Marjı	19,6%	22,1%	-241 bps
Net Kar	930	781	+19%

Kaynak: Rasyonet

RİSKLER

TL'nin reel değerenme riski: Toplam gelirlerinin yaklaşık %70'ini uluslararası satışlardan elde eden ve ihracatın ithalatı karşılama oranı 1,4x olan Lila Kağıt, net ihracatçı konumundadır. TL'nin reel olarak değere kazanması, şirketin büyümesi ve kârlılık üzerinde baskı yaratabilmektedir.

Maliyet kalemlerindeki fiyat dalgalanmaları:

Selüloz: Maliyetlerin %60–65'ini oluşturan selüloz, küresel arz-talep dengesi, döviz kurları ve nakliye maliyetlerinden doğrudan etkilenmektedir. Keskin fiyat artışları, özellikle maliyetlerin nihai ürün fiyatlarına yansıtılmasının sınırlı olduğu dönemlerde brüt kâr marjını daraltabilmektedir.

Enerji: Elektrik ve doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmalar, enerji yoğun üretim süreçleri için önemli bir risk unsurudur. Şirketin yenilenebilir enerji yatırımları (ör. güneş enerjisi santralleri) uzun vadede bağımlılığı azaltmayı hedeflese de, kısa ve orta vadede enerji maliyetlerindeki artışlar üretim maliyetlerini yükseltebilir. 2024 yılında, Şirketin Ergene tesislerinde devreye alınan 12,5 MW'lık güneş enerjisi santrali ile enerji ihtiyacının %7,5'ini yenilenebilir kaynaklardan karşılamaya başladığını belirtmekte fayda var.

Lojistik: Hammadde ithalatı ve ürün ihracatında yüksek hacimli küresel lojistik faaliyetleri nedeniyle navlun fiyatları, liman gecikmeleri ve gemi arzındaki sınırlamalar operasyonel maliyetler üzerinde doğrudan baskı yaratabilmektedir.

Tedarik zinciri riski: Şirketin hammadde ihtiyacının tamamı Güney Amerika ve Kuzey Avrupa gibi bölgelerden sağlanmaktadır. Bu durum, jeopolitik gelişmeler, uluslararası nakliye sorunları veya tedarikçi kaynaklı kısıtlamalar nedeniyle kesintilere karşı hassasiyet yaratmaktadır. Böyle bir durumda hammadde bulunabilirliği azalabilir ve üretim sürekliliği olumsuz etkilenebilir.

Yüksek düzeyde işletme sermayesi gereksinimi: Selüloz ithalatına dayalı iş modeli, yüksek düzeyde işletme sermayesi gerektirmektedir. (2024 → NİS/Satışlar: %26). Uzun tedarik süreleri, yüksek stok seviyelerini zorunlu kılmakta ve nakit akışı üzerinde baskı yaratabilmektedir.

Detaylı yatırım planları:

I - Erzurum Fabrika Yatırımı: 70 bin ton üretim kapasitesiyle, 300 bin tonun üzerindeki pazar büyüklüğüne ve 100 milyonun üzerinde nüfusa (Türkiye'nin doğusu ve yakın pazarlar) erişim imkânı...

Erzurum'daki fabrika yatırımı iki aşamada gerçekleştirilecek olup, Doğu Anadolu ve Karadeniz bölgelerinde hijyenik temizlik kâğıdı alanında ilk büyük ölçekli sanayi tesisinin kurulması hedeflenmektedir. Toplam yatırımın 3 milyar TL'yi (2024: 367 milyon TL) aşması, ilk fazın ise 2025 yılının ikinci yarısında faaliyete geçmesi planlanmaktadır.

Başlangıçta, Lila Kağıt'ın Tekirdağ Ergene'deki mevcut fabrikasından tedarik edilen bobin kâğıtlar; tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, mendil ve peçete gibi nihai ürünlere dönüştürülecektir. 2027 yılı itibarıyla Erzurum'da yıllık 70 bin ton brüt kapasiteye sahip beşinci kâğıt üretim hattının devreye girmesi öngörülmektedir. Bu yatırımın tamamlanmasıyla birlikte, şirketin toplam yıllık kâğıt üretim kapasitesinin 271 bin tondan 340 bin tonun üzerine çıkması beklenmektedir.

Yatırımın öncelikli amacı, bölgedeki hijyenik temizlik kâğıdı ihtiyacını karşılamak ve Azerbaycan, Gürcistan, Irak ile Türki Cumhuriyetleri gibi komşu ülkelere ihracatı desteklemektir. Erzurum tesisi, lojistik avantajları sayesinde hem yurt içi hem de ihracat pazarlarına daha hızlı ve uygun maliyetli sevkiyat imkânı sağlayarak şirketin rekabet gücünü artıracaktır.

II - Ergene Fabrikası Yatırımları: Akıllı depo ve otomasyon sayesinde verimlilik kazancı...

Ergene tesisinde planlanan yatırımların önemli bir kısmı, verimliliği artırmaya yönelik olacaktır. Buna ek olarak, üretim verimliliğini yükseltmek amacıyla tesisin modernizasyonu ve otomasyonu için yeni endüstriyel sistemler devreye alınacaktır. Yatırım programı dört ana başlık altında toplanmıştır:

Akıllı Depo Yatırımı:

Şirketin öz markalı ve özel markalı ürünlerini geniş müşteri kitlesine kesintisiz ulaştırabilmesi büyük ölçüde depolama kapasitesine bağlıdır. Mevsimsel dalgalanmalara ve tatil dönemlerindeki talep artışlarına etkin cevap verebilmek için amaca uygun bir depo kritik öneme sahiptir.

Bu doğrultuda, tüm operasyonları tek çatı altında toplayan yeni nesil bir depo tasarlanmıştır. Gelişmiş yazılımlar ile desteklenecek sistem, yüksek verimlilik ve minimum iş gücü ihtiyacına göre optimize edilecektir. Ürünler, üretim hatlarından depoya konveyör veya insansız taşıma araçlarıyla aktarılacak, depoya girişte miktar, ağırlık ve kalite kontrollerinden geçecektir. Tasarım ve planlama süreci 1Y25'te tamamlanmış olup, inşaatın 4Ç25'te başlaması ve 2026 sonunda tamamlanması hedeflenmektedir.

Konverting Hattı Yatırımları: Yeni hatların devreye alınmasıyla kapasite artacak, farklı pazar taleplerine yanıt verilebilecek ve otomasyon sayesinde operasyonel verimlilik yükselecektir.

Modernizasyon, Yenileme ve Kapasite Artırma Yatırımları: Mevcut kâğıt üretim hatlarının verimliliğini ve kapasitesini artırmaya yönelik yatırımlardır.

Dijital Dönüşüm Yatırımları: Çok tesisli operasyonları destekleyecek dijital altyapı kurulması planlanmaktadır. Bu sayede gerçek zamanlı veri analizi ve otomatik karar alma süreçleri mümkün olacaktır.

III - Yenilenebilir Enerji Yatırımları: Elektrik tüketiminin %25'inin yenilenebilir kaynaklardan karşılanmasıyla yılda 7 milyon ABD doları tasarruf...

Şirket, üretim faaliyetlerini sektörüyle ilgili tüm çevresel düzenlemelere uygun olarak yürütmekte ve sürekli yatırım yoluyla sürdürülebilir büyümeyi taahhüt etmektedir. Bu stratejinin bir parçası olarak, Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ÇSY) hedefleriyle de uyumlu olan yenilenebilir enerji girişimlerine öncelik verilmektedir. Şirket, tamamı iç tüketim için kullanılmak üzere toplam 50 MW yenilenebilir enerji üretim kapasitesi hedeflemektedir. Bu girişim, şirketin toplam elektrik ihtiyacının %25'ini yenilenebilir kaynaklardan karşılayarak hem enerji maliyetlerini hem de sera gazı emisyonlarını azaltmayı amaçlamaktadır.

Bu yol haritasının bir parçası olarak şirket, 2023 yılında Ergene tesisinde çatı üstü güneş enerjisi santrali projesini başlatmıştır. Planlanan toplam 14,5 MW'lık kapasitenin ilk 12,5 MW'lık kısmı başarıyla devreye alınmış ve 1Y24'te faaliyete geçmiştir.

50 MW hedefi doğrultusunda Bitlis'in Ahlat ilçesinde büyük ölçekli bir güneş enerjisi santrali için de hazırlıklar devam etmektedir. Bu kapsamda 28,1 MW'lık bir bağlantı anlaşması için davet mektubu alınmış olup, Çevresel Etki Değerlendirme (ÇED) süreci devam etmektedir. Bu yatırımın 2025 yılının ikinci yarısında başlaması beklenmektedir.

*** Şirket, yatırım sürecinde Net Borç/FAVÖK oranını 1,0x'in altında tutmayı ve teşvik programları sayesinde düşük efektif vergi oranı sağlamayı hedeflemektedir.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket, 30 Haziran 2025 itibarıyla halka arzdan elde ettiği 3,3 milyar TL'lik gelirin 2,1 milyar TL'sini kullanmıştır.

Erzurum Fabrika Yatırımı (%30): Doğu Anadolu ve Karadeniz'in en büyük sanayi yatırımı olan bu tesis, 70 bin tonluk kapasitesiyle bölgelerin tek hijyenik temizlik kâğıdı fabrikası olacaktır. Ayrılan kaynağın %69'u harcanmıştır.

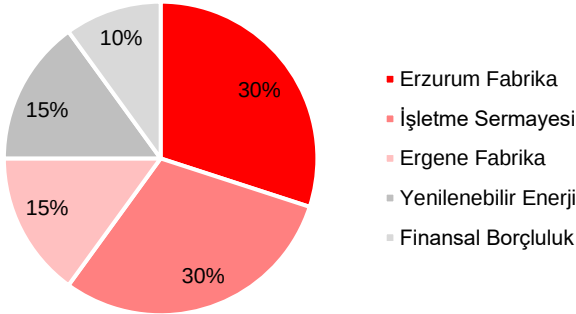
İşletme Sermayesi (%30): Artan üretim ve satış hacimleri nedeniyle şirket, işletme sermayesi pozisyonunu güçlendirmek için fon ayırmıştır. Tahsis edilen tutarın %100'ü halihazırda kullanılmıştır.

Ergene Fabrika Yatırımı (%15): Bu yatırım, gelişmiş yazılımlarla desteklenen otomasyon sistemleri ve akıllı depoların geliştirilmesinin yanı sıra operasyonel verimliliği artırmak için kapasite artırımı ve modernizasyon çalışmalarını içermektedir. Hâlihazırda planlanan tutarın %15'i harcanmıştır.

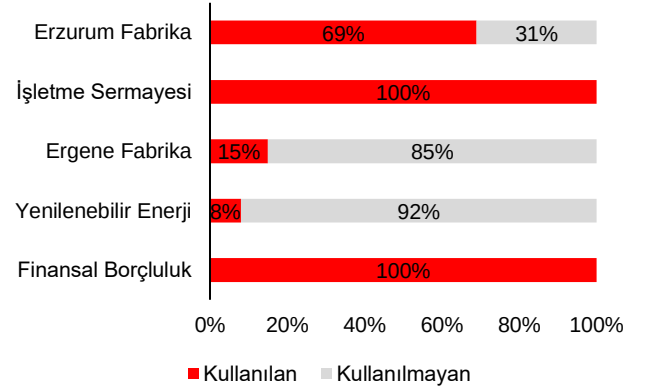
Yenilenebilir Enerji Yatırımları (%15): Şirket, 50 MW'lık yenilenebilir enerji üretim kapasitesiyle elektrik ihtiyacının %25'ini karşılama hedefine doğru ilerlemektedir. Raporlama tarihi itibarıyla tahsis edilen fonun %8'i kullanılmıştır.

Finansal Yükümlülüklerin Azaltılması (%10): Bu kısım kısa vadeli mali yükümlülüklerin geri ödenmesi için ayrılmıştır. Raporlama tarihi itibarıyla bu ödenekten tüm ödemeler yapılmıştır.

*30 Haziran 2025 itibarıyla, faiz gelirleri dahil fon tutarı 2,4 milyar TL'dir. 7 Mayıs 2024 - 30 Haziran 2025 arasında 1,2 milyar TL faiz geliri elde edilmiştir.

Grafik 1: Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

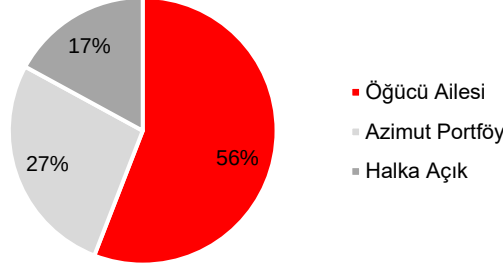
Grafik 2: Tahsis Edilen Miktarların Kullanım Oranı

Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

ŞİRKETE GENEL BAKIŞ

Hijyenik temizlik kâğıdı sektörünün önde gelen oyuncularından Lila Kağıt, 2 Ağustos 2006 tarihinde kurulmuştur. Şirket, 9 Mayıs 2024'te halka arz edilmiştir. Hisselerin %17'si halka açık olup, %56'sı kurucu Öğücü ailesine aittir.

Grafik 3: Sermayedar Yapısı



Kaynak: KAP, Ak Yatırım Araştırma

Lila Kağıt, sektörde önemli bir üretici ve ihracatçı olarak öne çıkmaktadır. Şirket, üretimden satışlara göre 2024 yılı ISO 500 listesinde 182'nci, Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) İlk 1000 İhracatçı listesinde ise 129'uncu sırada yer almıştır.

Şirket'in ana üretim merkezi, hızlı tüketim ürünleri (FMCG) hijyenik temizlik kâğıdı segmentinde temel kategoriler olan bobin kâğıt ve converting ürünlerin üretimine odaklandığı Ergene tesisidir. Lila Kağıt ayrıca, iplik boyama ve enerji gibi diğer üretim alanlarında da varlığını sürdürmektedir.

Toplam 300 bin metrekarelik üretim tesislerinde 4 kâğıt üretim hattı ve 2 dönüştürme tesisi bulunan Lila Kağıt, yıllık 271 bin ton kâğıt üretim kapasitesiyle Avrupa ve Orta Doğu'nun en büyük üreticilerinden biridir.

Şirket, güçlü uluslararası varlığıyla dikkat çekmektedir. Tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, mendil ve peçete gibi hijyenik temizlik kâğıdı ürünleri, dünya çapında 80 binden fazla perakende noktasında tüketicilere ulaşmaktadır. Hem yarı mamul hem de nihai ürünler 5 kıtada 80'den fazla ülkeye ihraç edilmekte, bu da şirketin küresel ticarete bağlılığını ortaya koymaktadır.

Şirketin ürettiği ve satışını gerçekleştirdiği hijyenik temizlik kâğıdı ürünleri iki ana kategoriye ayrılmaktadır. İlk olarak, selüloz hammadde kullanılarak bobin kâğıt üretilmektedir. Bunun bir kısmı, dünyanın farklı bölgelerindeki bağımsız konverting üreticilerine hammadde olarak satılırken, kalan kısmı şirketin kendi konverting tesislerinde işlenerek nihai ürün haline getirilmektedir.

Konverting sürecinden çıkan nihai ürünler öz markalı ya da özel markalı olarak sınıflandırılmaktadır. Öz markalar arasında iç pazara yönelik Sofia, Maylo ve Ultra Berrak, uluslararası pazarlara yönelik Nua, yurt dışında ev dışı tüketime yönelik ise Nua Professional bulunmaktadır.

Şirketin satış faaliyetleri üç ana coğrafi bölgeye ayrılmaktadır: iç pazar, yakın ihracat pazarları ve uzak ihracat pazarları. Yakın ihracat pazarları, Türkiye'ye komşu ülkelerden (örneğin Gürcistan, Irak vb.) oluşmaktadır. Şirket; iç pazarda hijyenik temizlik kâğıdı, yakın ihracat pazarlarında hem hijyenik temizlik kâğıdı hem de bobin kâğıt, uzak ihracat pazarlarında ise yalnızca bobin kâğıt satışına odaklanmaktadır. Coğrafi avantajları sayesinde yakın pazarlara kara yolu, uzak pazarlara ise deniz yolu ile etkin teslimat yapılabilmektedir.

Grafik 4: Ergene Fabrikası

Kaynak: Şirket

Pazar Payı

Nielsen IQ Haziran YTD 2024-2025'e göre, Lila Kağıt, 1Y25'te yurt içi kâğıt mendil pazarında %8,1'lik payıyla uzun süredir ilk üç oyuncu arasında yer almaktadır. Ayrıca %68,7'lik payıyla Kağıt mendil pazarındaki liderliğini sürdürmekte olup, bu oran tüm zamanların en yüksek seviyesine işaret etmektedir.

Markalar**Grafik 5: Markalar**

Kaynak: Şirket

Sofia: 2008 yılında piyasaya sürülen Sofia, tüketicilere üstün kaliteli ürünler sunma hedefiyle pazara giriş yapmıştır. Stratejik olarak yürütülen başarılı pazarlama kampanyalarının ardından, Şubat 2024'te gerçekleştirilen Ipsos Marka Sağlığı Araştırması'na göre Türkiye'de %61 oranında marka bilinirliğine ulaşmıştır. Ayrıca Ipsos 2024 Hane Tüketim Paneli Araştırması, Türk hanelerinin %11,2'sinin Sofia serisinden

en az bir ürünü satın aldığını ortaya koymaktadır. Sofia'nın geniş ürün portföyünde tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, peçete, kutu mendil, cep mendili, el ve yüz havlusu ile cilt bakımına yönelik özel kullanım mendilleri yer almaktadır.

Maylo: 2008 yılında piyasaya sürülen Maylo, orta segment tüketicilere yönelik bir marka olarak konumlandırılmıştır. NielsenIQ Perakende Araştırması'na göre Maylo'nun Türkiye'deki marka bilinirliği 2024 yılında %75 seviyesine ulaşmıştır. Ipsos Hane Tüketim Paneli 2024 sonuçlarına göre ise Maylo ürünleri, Türkiye'deki hanelerin %23,3'üne girmektedir. Markanın amiral gemisi ürünü olan Maylo PUF Kâğıt Mendil, %39,3'lük pazar payıyla kâğıt mendil kategorisinde lider konumunu korumaktadır. Maylo'nun ürün yelpazesinde katlanmış tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, peçete, kâğıt mendil ve cep mendili bulunmaktadır.

Ultra Berrak: İlk olarak 2008 yılında Berrak adıyla pazara sunulan marka, ekonomik fiyatlı ve değer odaklı ürün arayan tüketiciler için geliştirilmiştir. 2019 yılında yenilenerek Ultra Berrak adıyla yeniden piyasaya sürülmüştür. Tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, peçete ve cep mendilinden oluşan ürün portföyü, temel hijyen ihtiyaçlarına uygun fiyatlı çözümler sunmaktadır.

Nua: 2020 yılında pazara giren Nua, özellikle yüksek kaliteli hijyenik temizlik kâğıdı ürünleri tercih eden tüketicilere hitap etmek üzere uluslararası pazarlara yönelik geliştirilmiştir. Premium konumlandırması sayesinde Lila Kağıt'ın küresel marka stratejisini desteklemekte ve rekabetçi ihracat pazarlarındaki varlığını güçlendirmektedir.

Nua Professional: Uluslararası pazarlarda endüstriyel ve kurumsal müşterilerin temizlik ve hijyen ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik profesyonel kâğıt ürünleri sunmaktadır. Şirketin kapsamlı ürün portföyü, dönüştürme tesislerinde üretilen tüm ürün gruplarını içermektedir.

BENZER ŞİRKET ANALİZİ

Lila Kağıt araştırma kapsamımızda bulunmamaktadır. Fikir vermesi açısından, hesaplamalarımıza göre Şirket 4,8x 2025T FD/FAVÖK ile işlem görürken, benzer şirketlerin medyan çarpanı olan 8,1x'e kıyasla yaklaşık %40 iskontoya işaret etmektedir.

Tablo 3: Uluslararası Benzerlerle Kaşılaştırma

Hisse Kodu	Şirket	FD/FAVÖK			FAVÖK Marjı	SNA Marjı	Net Borç/ FAVÖK	Ülke	Piyasa Değeri (milyon USD)
		2024	S12A	2025	S12A	S12A	Son		Güncel
TEZOL TI Equity	Europap Tezol Kağıt Sanayi VE Ticaret AS	10,7	12,6	11,0	9,0%	24,8%	-1,3	Türkiye	177
CAS CN Equity	Cascades Inc	8,7	5,6	5,7	11,5%	2,3%	5,0	Kanada	724
CLW US Equity	Clearwater Paper Corp	9,2	9,1	5,4	-13,3%	-11,7%	3,5	ABD	348
METSB FH Equity	Metsa Board Oyj	10,3	12,3	27,9	7,4%	-7,1%	3,1	Finlandiya	1.377
SUZB3 BZ Equity	Suzano SA	5,6	6,5	6,2	42,2%	11,9%	3,5	Brezilya	12.103
NVG PL Equity	Navigator Co SA/The	8,8	6,5	6,2	22,9%	0,1	1,7	Portekiz	2.713
CMPC CI Equity	Empresas CMPC SA	5,4	7,4	7,6	16,3%	4,3%	4,4	Şili	3.958
ESSITYA SS Equity	Essity AB	13,2	8,2	9,2	18,5%	5,5%	1,4	İsveç	18.712
KMB US Equity	Kimberly-Clark Corp	15,6	10,2	13,8	25,7%	11,1%	1,7	ABD	42.727
KIMBERA MM Equity	Kimberly-Clark de Mexico SAB de CV	11,5	8,4	8,6	25,5%	10,7%	1,0	Meksika	5.956
Ortalama		9,9	8,7	10,2	16,6%	6,1%	2,4		8.879
Medyan		9,7	8,3	8,1	17,4%	7,1%	2,4		3.335

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma

*Tezol ve Essity AB için tahmin bulunmadığından dolayı, 2025T FAVÖK, 1Y25 sonuçlarının yıllıklandırılmasıyla hesaplanmıştır.

FİNANSAL TABLOLAR
Tablo 4: Finansallar (Haziran '25 fiyatlarıyla)

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Satış Gelirleri	3.923	3.748	3.128	3.196	3.233
Brüt Kar	1.147	925	844	972	986
Operasyonel Giderler	531	537	506	523	527
Faaliyet Karı	616	388	338	449	458
FAVÖK	828	597	556	628	635
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	143	45	-98	-342	395
Vergi Öncesi Kar	759	433	240	107	853
Vergi Geliri / (Gideri)	-155	2	-85	-108	78
Vergi Sonrası Net Kar	604	435	155	-1	931
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	604	435	155	-1	931
Büyüme (Yıllık)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Satış Gelirleri	9,3%	-17,9%	-11,5%	-16,0%	-17,6%
Operasyonel Giderler	19,3%	-10,0%	6,3%	0,0%	-0,8%
Faaliyet Karı	2,8%	-60,5%	-59,3%	-32,5%	-25,6%
FAVÖK	4,7%	-49,4%	-45,6%	-28,4%	-23,3%
Net Kar	n,m	n,m	-28,7%	n,m	54,2%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
Brüt Kar Marjı	29,2%	24,7%	27,0%	30,4%	30,5%
Operasyonel Gider Marjı	13,5%	14,3%	16,2%	16,4%	16,3%
Faaliyet Kar Marjı	15,7%	10,4%	10,8%	14,0%	14,2%
FAVÖK Marjı	21,1%	15,9%	17,8%	19,6%	19,7%
Efektif Vergi Oranı	20,5%	-0,5%	35,4%	100,9%	-9,2%
Net Kar Marjı	15,4%	11,6%	5,0%	0,0%	28,8%
Parasal Kazanç (Kayıp)	0,3%	-7,2%	-17,7%	-22,0%	-7,5%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	16,0%	53,3%	27,1%	-3,4%	21,2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-4,0%	61,7%	18,1%	-7,8%	14,8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	76%	335%	152%	-17%	108%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4,3%	8,7%	7,9%	-0,6%	-1,1%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	3,0%	35,5%	34,4%	-27,3%	-0,6%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	626	1.999	848	-107	687
Düzeltilme Öncesi Kar	604	435	155	-1	931
Amortisman ve İtfa Payları	212	209	219	179	177
İşletme Sermayesindeki Değişim	117	1.330	1.076	-873	-20
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-307	25	-602	588	-401
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-781	313	-281	-144	-209
Sabit Sermaye Yatırımları	-170	-327	-246	20	35
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-612	640	-34	-164	-244
Serbest Nakit Akımı	-155	2.311	567	-251	478
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	3.833	-938	21	-632	-600
Finansal Borçlardaki Değişim	53	-295	-110	-481	-852
Temettü	0	-236	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	3.780	-406	131	-151	252
Çevrim Farkları	554	110	73	-599	-337
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	4.231	1.484	661	-1.481	-459

Kaynak: Rasyonet, Ak Yatırım Araştırma

FİNANSAL ANALİZ

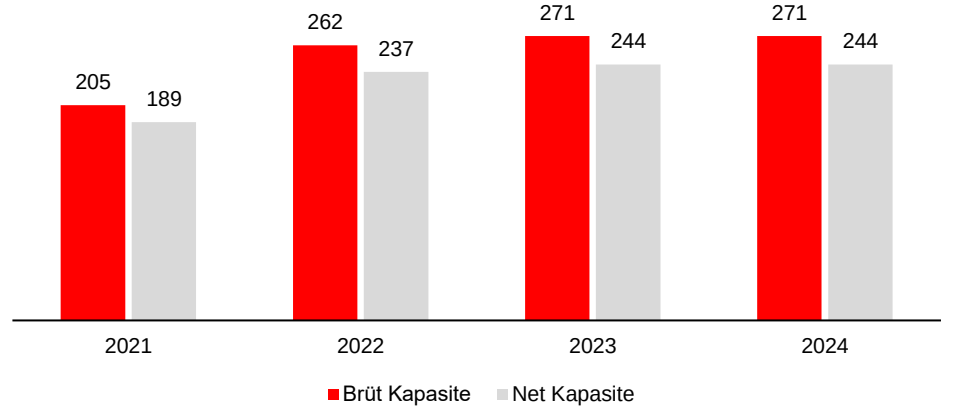
Kapasite ve Üretim

Lila Kağıt, 2021 yılında 205 bin ton olan yıllık kâğıt üretim kapasitesini 271 bin tona yükseltmiştir. Bu artış, COVID-19 salgını sırasında talepte yaşanan ivme, küresel hijyenik temizlik kâğıdı pazarındaki büyüme ve aynı yıl devreye alınan dördüncü üretim hattı (TM4) sayesinde gerçekleşmiştir.

271 bin tonluk kapasite, tüm üretim hatlarının günde 24 saat ve yılda 365 gün kesintisiz çalıştığı varsayıldığında ulaşılacak brüt maksimum çıktıyı ifade etmektedir. Ancak, planlı bakım duruşları ve fiili çalışma saatleri dikkate alındığında net üretim kapasitesi yıllık 244 bin ton seviyesindedir.

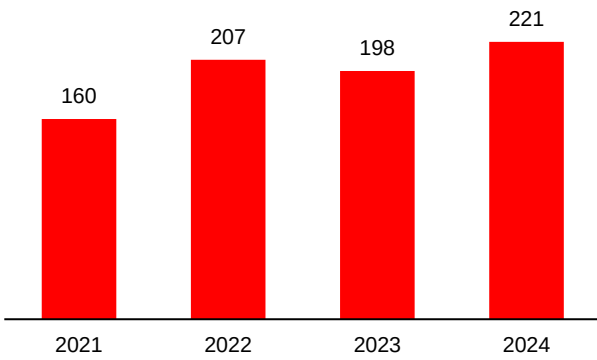
Lila Kağıt, son yıllarda sektör ortalamasının üzerinde kalan %80-90 kapasite kullanım oranları (KKO) ile faaliyet göstermektedir. KKO'daki yıllık dalgalanmalar, değişen talep koşullarından kaynaklanmaktadır.

Grafik 6: Kapasite Gelişimi (bin ton)



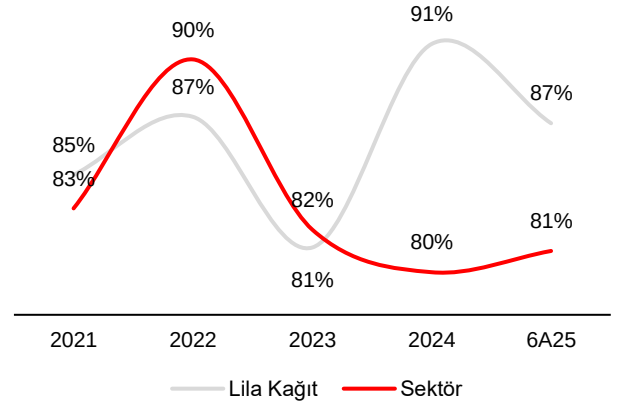
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 7: Yıllık Üretim Miktarı (bin ton)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 8: Kapasite Kullanım Oranları (%)



Kaynak: SKSV, Şirket, Ak Yatırım Araştırma

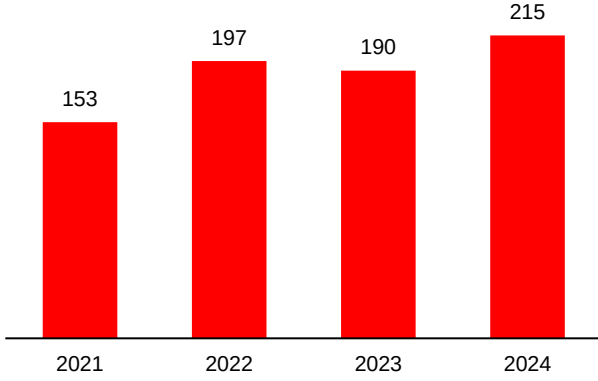
**6A25'in kapasitesi, 2024'ün kapasitesinin yarıya bölündüğü varsayımıyla hesaplanmıştır.

Satışlar ve Hacim

Şirketin yıllık satış hacmi yaklaşık 200 bin ton olup, bunun %70'ini bobin kâğıt, %30'unu ise konverting ürünler oluşturmaktadır.

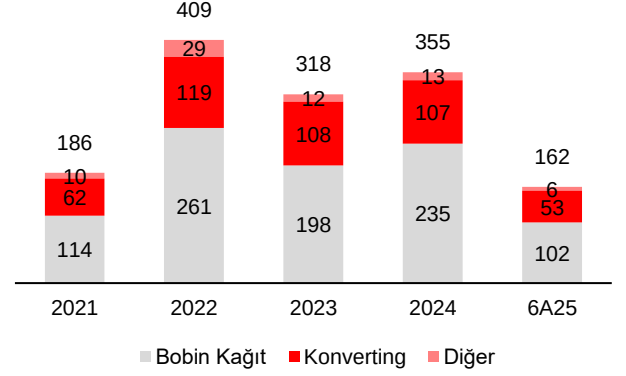
Bobin kâğıt satışları ürün bazında en büyük katkısı sağlamaya devam etmektedir. 6A25 döneminde toplam satışların %63'ü bobin kâğıttan, %33'ü konverting ve kalan %4'lük kısım ise tekstil, enerji ve selüloz satışlarından elde edilmiştir.

Grafik 9: Satış Hacmi (bin ton)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 10: Satışlar (milyon USD)

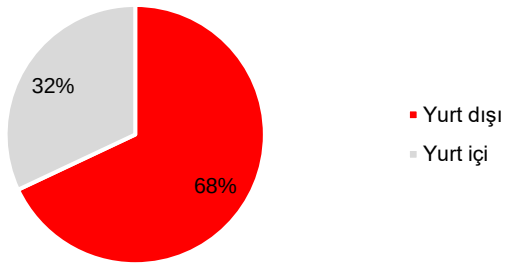


Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

6A25 döneminde ihracat, Şirket'in toplam gelirlerinin %68'ini oluşturmuştur. Bobin kâğıt satışlarının %94'ü, konverting ürün satışlarının ise %24'ü uluslararası pazarlara yönlendirilmiştir.

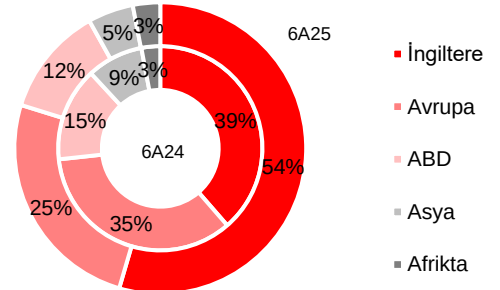
Birleşik Krallık, toplam ihracatın %54'ünü oluşturarak en büyük pazar konumunda bulunurken, Avrupa %25 ile ikinci sırada yer almıştır. Avrupa pazarlarında gümrük tarifelerinin yarattığı belirsizlik son zamanlarda satışların Avrupa'dan Birleşik Krallık'a kaymasına neden olmuştur. Avrupa'nın payı 10 puan düşerken, İngiltere'nin payı 15 puan artmıştır.

Grafik 11: Gelirlerin Kırılımı (6A25)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 12: İhracatın Kırılımı



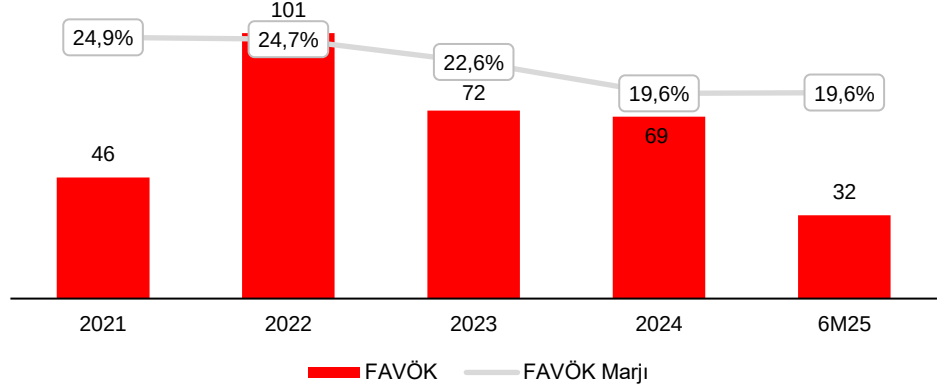
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Kârlılık

Şirketin FAVÖK marjı son yıllarda temel olarak aşağıdaki faktörler nedeniyle düşmektedir:

- i) Türk lirasının reel olarak değer kazanması brüt kar marjı üzerinde baskı yaratmıştır.
- ii) İşçilik maliyetleri TL bazında ve navlun maliyetleri dolar bazında artış göstermiştir.
- iii) Arz fazlası ve zayıf talep koşulları nedeniyle fiyatlama gücü sınırlı kalmıştır.

Grafik 13: FAVÖK (milyon USD) ve FAVÖK Marjı



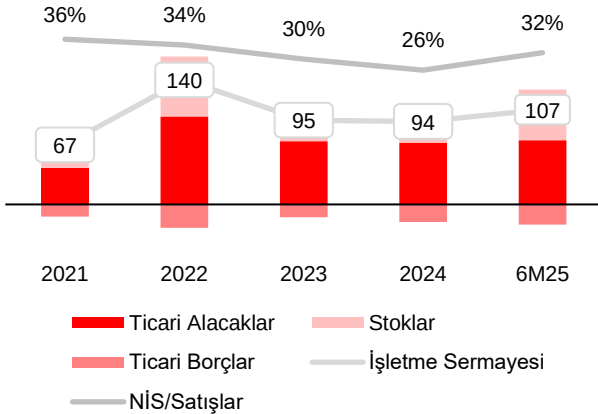
Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

İşletme Sermayesi ve Net Borç

Sermaye yoğun bir sektörde faaliyet göstermesine rağmen, şirket alacak ve stok gün sayılarındaki düşüş sayesinde işletme sermayesini başarılı şekilde iyileştirmiştir.

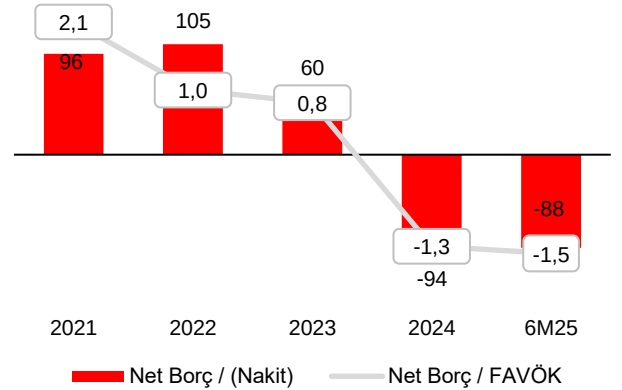
Halka arz öncesi borçluluktaki iyileşmeye ek olarak, halka arzdan elde edilen 3,3 milyar TL'lik gelir sonrası net nakit pozisyonuna geçen şirket, 2025–2028 yatırım döneminde Net Borç/FAVÖK oranını 1,0x'in altında tutmayı hedeflemektedir.

Grafik 14: İşletme Sermayesi (milyon USD)



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 15: Net Borç (milyon USD) & Net Borç/FAVÖK



Kaynak: Şirket, Ak Yatırım Araştırma

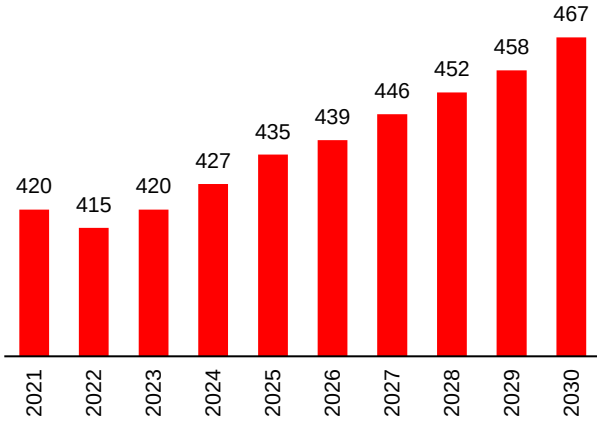
SEKTÖRE GENEL BAKIŞ

Küresel Pazar Görünümü

2024 yılı itibarıyla küresel kâğıt ve karton tüketimi 420 milyon metrik tona ulaşarak 1990 yılına kıyasla yaklaşık %75 artış göstermiştir. Bu büyümenin temel nedenleri arasında e-ticaretin hızla yaygınlaşması, değişen tüketici alışkanlıkları ve özellikle ambalaj sektöründeki güçlü talep yer almaktadır. Küresel kâğıt tüketiminin önümüzdeki yıllarda da artışını sürdürerek 2030 yılına kadar 460 milyon metrik tonu aşması beklenmektedir.

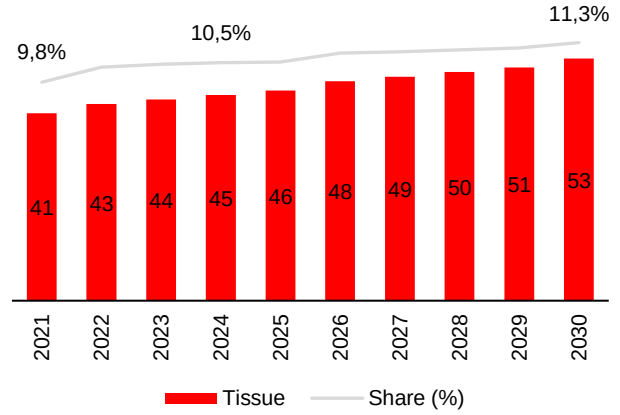
Hijyenik temizlik kâğıdı tüketimi dünya genelinde yıllık 45 milyon metrik tonu geçmiş durumdadır. Kişisel hijyen bilincindeki artış, pandemi sonrası değişen temizlik alışkanlıkları ve gelişmekte olan bölgelerde yükselen tüketim bu kategoriye yönelik talebi desteklemektedir. Hijyenik temizlik kâğıdı, toplam kâğıt tüketiminin yaklaşık %11'ini oluşturmaktadır. Dijitalleşmeyle birlikte yazı, baskı kâğıdı ve gazeteye olan talep azalırken, hijyenik temizlik kâğıdının toplam tüketimdeki payı giderek artmaktadır.

Grafik 16: Küresel Kâğıt Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: Statista, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 17: Küresel Temizlik Kâğıdı Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: Statista, Ak Yatırım Araştırma

Kağıt Tüketimini Yönlendiren Temel Faktörler

Nüfus ve hanehalkı artışı: Özellikle gelişmekte olan ülkelerde nüfusun ve hane sayısının yükselmesi tüketim seviyelerini artırmaktadır.

Ekonomik refah ve yükselen eğitim seviyeleri: Bu faktörler, bireylerde hijyen ve kişisel bakım bilincini güçlendirmektedir.

Endüstriyel tüketim: Turizmdeki büyüme ve açık hava yaşam tarzlarının yaygınlaşması, ev dışı hijyen ürünlerine talebi yükseltmektedir.

Pratik hijyen çözümleri: Modern, kullanışlı ve kullanıcı dostu ürünlere yönelik talep artış göstermektedir.

Türkiye Pazar Görünümü

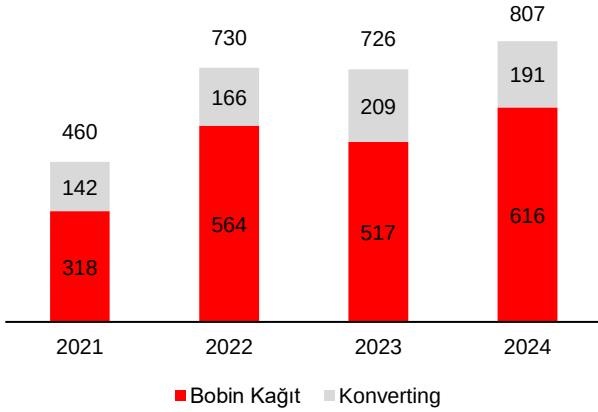
BMA-TTO verilerine göre Türkiye’de kişi başına hijyenik temizlik kâğıdı tüketimi yaklaşık 7-8 kg seviyesindedir. Bu rakam küresel ortalamanın biraz üzerinde olmakla birlikte, Avrupa’daki (15 kg) ve Amerika Birleşik Devletleri’ndeki (25 kg) tüketim seviyelerinin oldukça altında kalmaktadır. Bu durum, Türkiye pazarında önemli bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

Araştırmalar, gelir ve eğitim düzeyi ile tuvalet kâğıdı tüketimi arasında güçlü bir korelasyon bulunduğunu göstermektedir. Türkiye’nin GSYH’sinin büyümeye devam etmesiyle birlikte iç pazarın da paralel şekilde genişlemesi beklenmektedir.

Türkiye’nin ihracat hacmi, kapasite artışları ve yeni yatırımlar sayesinde istikrarlı bir büyüme sergilemektedir. Bobin kâğıt, toplam ihracat hacminin %80’ini oluştururken, satışların %70’ini temsil etmektedir. Aradaki fark, konverting ürünlerin birim fiyatlarının daha yüksek olmasından kaynaklanmaktadır.

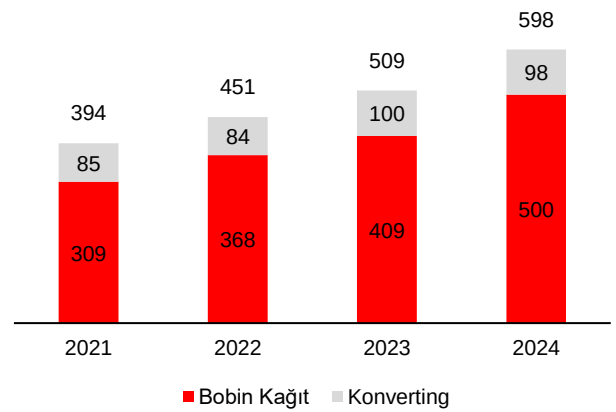
2022’de Rusya-Ukrayna savaşının tetiklediği enerji maliyetlerindeki artış ve selüloz fiyatlarındaki yükseliş, ton başına satış fiyatlarını da yukarı çekmiştir. Ancak selüloz fiyatlarının son iki yılda kademeli olarak tarihsel ortalamalarına dönmesiyle, birim satış fiyatları yeniden gerilemiştir.

Grafik 18: Yıllık İhracat Satışları (milyon USD)



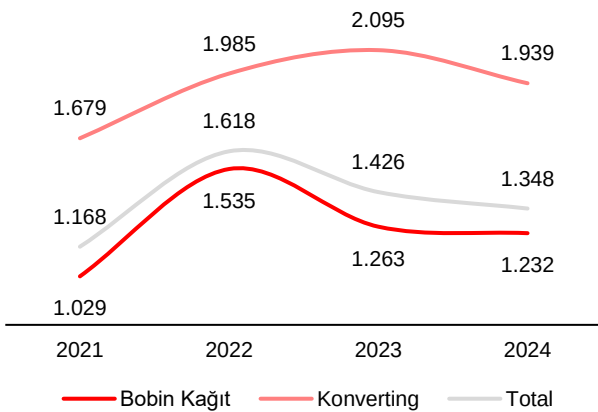
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Grafik 19: Yıllık İhracat Hacimleri (bin ton)



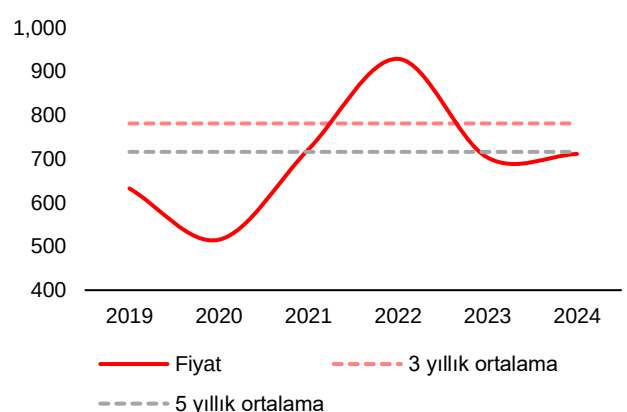
Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Graph 20: İhracat Birim Fiyatları (USD/Ton)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

Graph 21: İthal Selüloz Fiyatı (USD/Ton)



Kaynak: TÜİK, Ak Yatırım Araştırma

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgiler dayanılarak alınan kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2024