

LİLA KAĞIT

Vergi gelirleri sayesinde net karda pozitif sapma...

Lila Kağıt'ın, 2Ç26'da net karı 484 milyon TL (-%61 y/y) olurken piyasa beklentisinin (268 milyon TL) ve bizim tahminimizin (270 milyon TL) üzerindeydi. FAVÖK ise 642 milyon TL (-%24 y/y) seviyesinde gerçekleşirken piyasa beklentisi (664 milyon TL) ile uyumlu olmakla birlikte, bizim tahminimizin (770 milyon TL) altında kaldı. Beklentimizin altında gerçekleşen brüt kâr marjı operasyonel kârlılığı baskılarken, daha düşük efektif vergi oranı bu olumsuz etkiyi fazlasıyla telafi ederek net kâr tarafında pozitif sürpriz yarattı. Şirket, uygun ödeme vadelerinin de desteğiyle güçlü nakit akışı üretmeye devam etti. Yönetim, 2026 satış hacmi büyümesi beklentisini korurken, FAVÖK marjı öngörüsünü %20'nin üzerinden %19'un üzerine revize etti. Öte yandan, yatırım harcaması beklentisini 50 milyon dolardan 40 milyon dolara, net işletme sermayesi/satışlar hedefini ise %30'un altından %25'in altına düşürdü.

Şirketin 2Ç26 **gelirleri** %10 düşüşle 3,9 milyar TL olarak gerçekleşti ve beklentilerle büyük ölçüde uyumlu oldu. **Satış hacmindeki** %6,3'lük artış, zayıf fiyatlama ortamı ve TL'deki reel değerlenmenin olumsuz etkisini telafi etmeye yetmedi. Bu dönemde, bobin kâğıt satış hacmi %3,4, dönüştürülmüş ürün (konverting) satış hacmi ise %13,5 büyüdü. Bobin kâğıt hacmindeki artış, 2025'te ticaret savaşları nedeniyle oluşan düşük bazın normalleşmesini yansıtırken, konverting hacmindeki güçlü büyüme markalı ürünlerde devam eden ivme ve ihracat pazarlarında kazanılan yeni müşterilerden kaynaklandı. **FAVÖK marjı** 2Ç25'teki %19,7'den 2Ç26'da %16,6'ya geriledi, bu durum i) yoğun rekabet nedeniyle zayıf fiyatlama ortamı, ii) Türk lirasındaki reel değerlenmenin ihracat kârlılığı üzerindeki olumsuz etkisi ve iii) artan lojistik ile personel giderlerinden kaynaklandı. **Net kârın** %61 gerilemesinde ise, 2Ç25'te sabit kıymet satışından elde edilen 538 milyon TL'lik tek seferlik gelirin yüksek baz etkisi belirleyici oldu.

Net nakit pozisyonu, güçlü FAVÖK üretimi ve işletme sermayesindeki iyileşmenin katkısıyla 1Ç26 sonundaki 4,7 milyar TL (105 milyon dolar) seviyesinden 2Ç26 sonunda 5,4 milyar TL'ye (117 milyon dolar) yükseldi. Net işletme sermayesinin satışlara oranı ise 1Ç26'daki %27 ve 2Ç25'teki %33 seviyelerinden %23'e geriledi.

58,6 TL 12 aylık hedef fiyat ile "Endeks Üzeri Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. Açıklanan sonuçların hisse performansı üzerinde nötr etki yaratmasını bekliyoruz. Bu aşamada tahminlerimizde ve 58,6 TL seviyesindeki 12 aylık hedef fiyatımızda herhangi bir değişiklik yapmıyoruz.

Çeyrek Özet

milyon TL	Özet Finansallar			Beklentilerle Karşılaştırma		
	2Ç26	2Ç25	y/y	1Ç26	ç/ç	Piyasa AK Piyasa Fark
Net Satışlar	3,858	4,271	-10%	3,413	13%	3,881 4,052 -1%
FAVÖK	642	839	-24%	680	-6%	664 770 -3%
FAVÖK Marjı	16.6%	19.7%	-302 bps	19.9%	-329 bps	17.1% 19.0% -47 bps
Net Kar	484	1,230	-61%	-152	-418%	268 270 81%

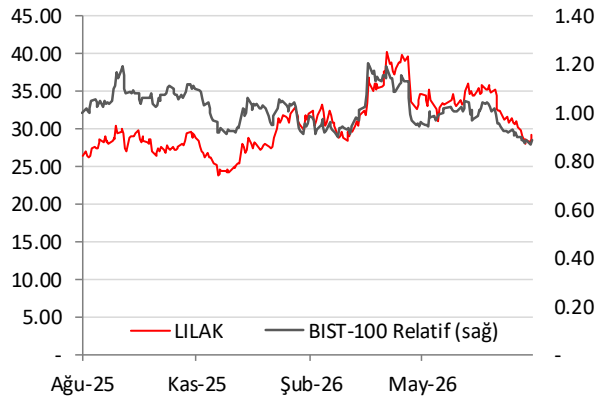
Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeksin Üzerinde Getiri

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	LILAK T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	58.60			
Güncel Fiyat, TL	29.22			
Getiri Potansiyeli	101%			
Halka Açıklık Oranı	17%			
Piyasa Değeri, mn TL	17,240			
Firma Değeri, mn TL	11,799			
Finansal Veriler	2025	2026T	2027T	2028T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	13,604	18,511	23,738	30,067
FAVÖK, mn TL	2,613	3,633	4,539	6,286
Net Kâr, mn TL	1,704	1,846	3,032	5,175
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-4,209	-4,608	-6,314	-10,509
Net Borç/FAVÖK	-1.6	-1.3	-1.4	-1.7
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	19.2%	19.6%	19.1%	20.9%
Net Marj	12.5%	10.0%	12.8%	17.2%
Temettü Verimi	5.7%	5.2%	8.8%	15.0%
Büyüme				
Ciro, y/y	8.7%	36.1%	28.2%	26.7%
FAVÖK, y/y	6.7%	39.0%	24.9%	38.5%
Net Kâr, y/y	45.0%	8.4%	64.2%	70.7%
Değerleme Verisi	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	9.1	9.3	5.7	3.3
FD/FAVÖK	4.3	3.5	2.4	1.1
FD/Ciro	0.8	0.7	0.5	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-15.9%	-12.1%	11.8%	5.2%
BİST-100 Relatif	-11.5%	-7.0%	-11.5%	-13.6%
AOİH, mn TL	66	124	196	213



Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Satış Gelirleri	4,222	4,271	3,917	3,609	3,413	3,858	8,493	7,271	19,295	16,019
Satışların Maliyeti	2,938	2,969	2,685	2,611	2,327	2,761	5,906	5,088	13,872	11,203
Brüt Kar	1,284	1,302	1,232	998	1,087	1,097	2,587	2,183	5,423	4,817
Operasyonel Giderler	691	697	665	650	647	696	1,388	1,342	2,771	2,702
Faaliyet Karı	593	606	567	348	440	401	1,199	841	2,652	2,114
Amortisman ve İtfa Payları	236	234	248	245	240	241	470	481	1,124	963
FAVÖK	829	839	815	593	680	642	1,669	1,322	3,776	3,077
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-451	521	-130	-163	-565	-60	70	-625	-323	-223
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	304	141	91	68	106	44	445	150	454	603
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	71	507	143	10	22	27	578	49	15	731
Finansal Gelir / (Gider)	101	191	227	210	186	236	292	422	553	729
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-927	-318	-591	-451	-878	-367	-1,245	-1,245	-1,344	-2,287
Vergi Öncesi Kar	142	1,127	437	185	-125	341	1,269	216	2,329	1,891
Vergi Geliri / (Gideri)	-143	103	68	87	-28	143	-40	115	-518	116
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-218	108	40	-10	-22	-16	-110	-38	-206	-80
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	75	-5	28	97	-6	160	70	154	-311	196
Vergi Sonrası Net Kar	-1	1,230	505	272	-152	484	1,229	332	1,812	2,007
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zararı)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	-1	1,230	505	272	-152	484	1,229	332	1,812	2,007
Büyüme (Yıllık)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Satış Gelirleri	-16.0%	-17.6%	-20.9%	-12.7%	-19.2%	-9.7%	-16.8%	-14.4%	-7.3%	-17.0%
Operasyonel Giderler	0.0%	-0.8%	-6.3%	-2.8%	-6.5%	-0.1%	-0.4%	-3.3%	6.4%	-2.5%
Faaliyet Karı	-32.5%	-25.6%	10.6%	-21.9%	-25.8%	-33.8%	-29.2%	-29.9%	-27.8%	-20.3%
FAVÖK	-28.4%	-23.3%	3.4%	-19.3%	-18.0%	-23.5%	-25.9%	-20.8%	-19.6%	-18.5%
Net Kar	-100.6%	54.2%	-12.1%	32.9%	11712.8%	-60.6%	19.1%	-73.0%	262.7%	10.8%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
Brüt Kar Marjı	30.4%	30.5%	31.5%	27.7%	31.8%	28.4%	30.5%	30.0%	28.1%	30.1%
Operasyonel Gider Marjı	16.4%	16.3%	17.0%	18.0%	18.9%	18.0%	16.3%	18.5%	14.4%	16.9%
Faaliyet Kar Marjı	14.0%	14.2%	14.5%	9.7%	12.9%	10.4%	14.1%	11.6%	13.7%	13.2%
FAVÖK Marjı	19.6%	19.7%	20.8%	16.4%	19.9%	16.6%	19.65%	18.18%	19.57%	19.21%
Efektif Vergi Oranı	100.9%	-9.2%	-15.6%	-47.0%	-22.2%	-42.0%	3.1%	-53.4%	22.2%	-6.1%
Net Kar Marjı	0.0%	28.8%	12.9%	7.5%	-4.5%	12.5%	14.5%	4.6%	9.4%	12.5%
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-22.0%	-7.5%	-15.1%	-12.5%	-25.7%	-9.5%	-14.7%	-17.1%	-7.0%	-14.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-3.4%	21.2%	35.2%	36.3%	37.4%	27.3%	9.0%	32.1%	30.0%	21.6%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-7.8%	14.8%	22.9%	28.1%	12.3%	13.3%	3.5%	12.8%	24.1%	13.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-17%	108%	169%	221%	188%	164%	46%	176%	153%	112%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	-0.6%	-1.1%	6.8%	5.5%	13.3%	19.2%	-0.9%	16.5%	5.4%	2.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-27.3%	-0.6%	13.7%	22.3%	23.0%	2.5%	-13.9%	12.2%	8.3%	1.0%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	6A25	6A26	2024	2025
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-142	907	1,379	1,311	1,277	1,054	765	2,332	5,790	3,455
Düzeltilme Öncesi Kar	-1	1,230	505	272	-152	484	1,229	332	1,812	2,007
Amortisman ve İtfa Payları	236	234	248	245	240	241	470	481	1,124	963
İşletme Sermayesindeki Değişim	-1,154	-27	536	804	786	98	-1,180	885	1,607	159
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	777	-530	90	-10	403	231	247	634	1,247	327
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-190	-276	-480	-297	-858	-541	-466	-1,399	-1,146	-1,243
Sabit Sermaye Yatırımları	27	46	-268	-199	-455	-742	73	-1,197	-1,050	-394
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-216	-323	-213	-98	-403	201	-539	-202	-96	-849
Serbest Nakit Akımı	-331	631	899	1,014	419	514	300	933	4,644	2,212
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-835	-792	-1,192	694	-513	1,023	-1,627	510	2,467	-2,126
Finansal Borçlardaki Değişim	-635	-1,126	-153	633	-600	933	-1,761	333	-952	-1,281
Temettü	0	0	-1,239	-3	0	0	0	0	-312	-1,243
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-200	333	200	64	87	90	134	178	3,731	398
Çevrim Farkları	-791	-445	-517	-288	-603	-480	-1,236	-1,083	-683	-2,041
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-1,957	-607	-811	1,420	-697	1,056	-2,564	360	6,428	-1,955

Bilanço (milyon TL)	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26
Dönen Varlıklar	14,654	14,153	12,436	12,894	12,228	14,294
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,692	6,085	5,274	6,694	5,998	7,054
Finansal Yatırımlar	100	319	353	291	284	502
Ticari Alacaklar	4,064	3,797	3,383	3,528	3,619	3,791
Stoklar	2,676	2,994	2,834	1,934	1,772	2,241
Diğer Dönen Varlıklar	1,223	1,276	946	737	840	1,207
Duran Varlıklar	8,869	9,239	9,573	9,754	10,396	10,556
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	8,319	8,531	8,689	8,660	8,899	9,421
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	51	59	58	71	69	68
Diğer Duran Varlıklar	499	649	825	1,023	1,428	1,066
Toplam Varlıklar	23,524	23,391	22,009	22,648	22,625	24,849
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,777	4,124	2,289	2,188	3,363	4,576
Finansal Borçlar	2,506	1,332	1,123	1,050	402	561
Ticari Borçlar	1,162	1,188	834	802	1,642	2,747
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,109	1,605	332	336	1,319	1,269
Uzun Vadeli Yükümlülükler	672	941	909	1,352	1,265	1,757
Finansal Borçlar	211	434	412	979	903	1,554
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	461	508	497	373	363	204
Özkaynaklar	17,075	18,326	18,811	19,108	17,996	18,516
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	17,075	18,326	18,811	19,108	17,996	18,516
Ödenmiş Sermaye	826	779	725	590	631	590
Rezerv ve Diğer Kalemler	10,805	10,873	10,907	11,070	11,136	11,174
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	5,445	5,445	5,445	5,441	6,381	6,420
Dönem Net Karı / (Zararı)	-1	1,229	1,734	2,007	-152	332
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	23,524	23,391	22,009	22,648	22,625	24,849
Yatırım Sermayesi (IC)	13,561	14,513	15,569	14,815	13,666	13,780
İşletme Sermayesi	5,578	5,603	5,382	4,660	3,748	3,286
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	30%	32%	33%	29%	25%	22%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	4,691	5,275	5,996	5,061	3,270	3,224
Toplam Borç	2,718	1,765	1,535	2,029	1,305	2,115
Net Borç / (Nakit)	-4,074	-4,639	-4,093	-4,956	-4,977	-5,441
Net Borç / G12A FAVÖK	-1.2	-1.5	-1.3	-1.6	-1.7	-2.0
Net Borç / Özkaynaklar	-0.2	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	3,576	3,104	4,236	5,375	4,329	3,341

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 bilgilere dayanılarak aldıkları 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 bilgiler dolayısıyla 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 Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.