

LİLA KAĞIT

Endeksin Üzerinde Getiri
(Takip Listesine Ekleme)

Analist: Ezgi Yılmaz

ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr**Kapasite artışı yatırımlarına rağmen korunan net nakit pozisyonu...**

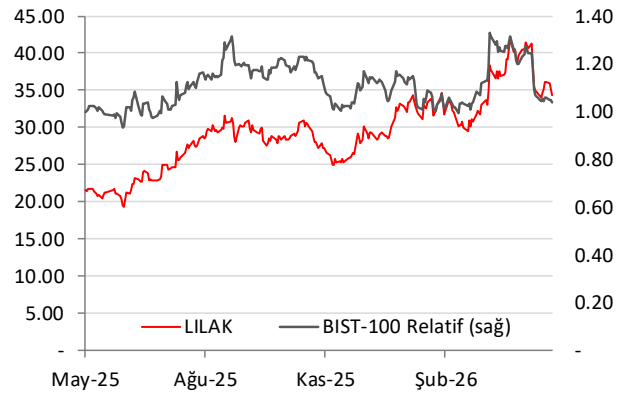
Lila Kağıt'ı hisse başına 58,6TL olan 12 aylık hedef fiyatımız ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hedef fiyatımız, 12 aylık toplam %70 getiri potansiyeline işaret ediyor. Lila hisselerinin şu nedenlerle BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz: i) cazip değerlendirme ve 105 milyon dolarlık net nakit pozisyonuna sahip sağlam bilanço, ii) yüksek marjlı katma değerli ürünlerin payını artırmak için 2026'da faaliyete geçecek olan yeni konverting kapasitesi, iii) nüfus artışı ve düşük kişi başı tüketim olan hedef pazarlardaki büyüme potansiyelini değerlendirmek için 2027'de %25 kapasite artışı ve iv) ihracatçı olarak rekabetçi konumunu iyileştirmek ve verimliliği artırmak için 2028'de faaliyete geçecek akıllı depo yatırımı ve yenilenebilir enerji üretimi. Yatırımlara rağmen Lila'nın net nakit pozisyonunu koruyacağını tahmin ediyoruz.

Lila hisseleri, TL'deki reel değerlendirme nedeniyle piyasa odağının ihracatçı şirketlerden uzaklaşması sebebiyle yılbaşından bu yana BIST100 endeksinin %8 altında performans gösterdi. Planlanan yatırımların kademeli olarak tamamlanmasının ardından karlılıkta beklenen toparlanma ile hissenin BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz.

2025-2028 döneminde FAVÖK'ün dolar bazında yıllık bileşik büyüme oranının %15 olmasını bekliyoruz... Lila, Erzurum'da 2026'da faaliyete geçmesi planlanan bir konverting tesisi ve 2027'de devreye girmesi beklenen brüt 70 bin tonluk (%25 kapasite artışına denk geliyor) bir bobin kağıt üretim tesisine yatırım yapıyor. Kapasite genişlemesi, şirketin bölgesel pazar erişimini güçlendirecek. 2026'da konverting tesisinin devreye girmesi ve talepteki normalleşmeyle beraber hacim artışı, selüloz fiyatlarındaki yükseliş trendi, verimlilik iyileştirmeleri ve maliyet düşürme çabaları sayesinde 2026'da FAVÖK'ün %18 büyümesini öngörüyoruz. Yeni bobin kağıt üretim kapasitesinin neredeyse tam olarak devreye girmesi ve akıllı depo yatırımlarından kaynaklanan maliyet tasarruflarıyla, 2028 yılında FAVÖK'ün dolar cinsinden %20 artmasını bekliyoruz.

Risk faktörleri... Yatırımlarda erteleme ya da başka aksilikler, Uygulama riskleri, TL'nin reel olarak değer kazanmaya devam etmesi, artan işletme sermayesi ve lojistik darboğazlar olumsuz risk faktörleri arasındadır.

Bloomberg Kodu	LILAK T1			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	58.60			
Güncel Fiyat, TL	34.40			
Getiri Potansiyeli	70%			
Halka Açıklık Oranı	44%			
Piyasa Değeri, mn TL	20,296			
Firma Değeri, mn TL	15,645			
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%	4.4%	7.5%	12.7%
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				
F/K	9.1	11.0	6.7	3.9
FD/FAVÖK	4.3	4.3	3.1	1.6
FD/Ciro	0.8	0.8	0.6	0.3
Hisse Verileri				
Nominal Getiri	-14.4%	3.9%	58.2%	18.6%
BİST-100 Relatif	-17.6%	0.9%	5.1%	-8.5%
AOİH, mn TL	249	281	221	269



Gelir Tablosu (milyon TL) - UMS29	2024	2025	2026T	2027T	2027T
Net Satışlar	12,518	13,604	18,511	23,738	30,067
Brüt Kar	3,518	4,090	5,784	7,156	9,369
Operasyonel Giderler	-1,798	-2,295	-3,313	-4,109	-4,874
Faaliyet Karı	1,720	1,795	2,471	3,047	4,495
FAVÖK	2,450	2,613	3,633	4,539	6,286
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	294	512	450	575	621
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı	0	0	0	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	10	621	70	87	104
Finansal Gelir / (Gider)	359	619	934	1,375	2,514
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-872	-1,942	-1,463	-1,041	-835
Vergi Öncesi Kar	1,511	1,606	2,462	4,043	6,900
Vergi Geliri / (Gideri)	-336	98	-615	-1,011	-1,725
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Net Kar	1,175	1,704	1,846	3,032	5,175
Hisse Başına Net Kar	2.5	2.9	3.1	5.1	8.8
Hisse Başına Temettü	0.4	1.8	1.5	2.6	4.4

Nakit Akım Tablosu (milyon TL) - UMS29	2024	2025	2026T	2027T	2027T
Faaliyet Karı	1,720	1,795	2,471	3,047	4,495
Amortisman ve İfa Payları	729	818	1,162	1,492	1,791
İşletme Sermayesindeki Değişim	-503	-657	-1,352	-1,692	-1,857
Ödenen Vergi	-165	-153	-607	-763	-1,116
Sabit Sermaye Yatırımları	-681	-334	-2,535	-1,775	-819
Serbest Nakit Akımı	1,099	1,469	-860	309	2,494
Serbest Nakit Akımı/Gelirler	9%	11%	-5%	1%	8%
Ödenen Temettü	-202	-1,055	-900	-1,516	-2,587
Net Nakitteki Artış (Azalış)	5,072	913	399	1,706	4,195

Büyüme, Reel	2024	2025	2026T	2027T	2027T
Net Satışlar	33.8%	8.7%	36.1%	28.2%	26.7%
Brüt Kar	4.3%	4.4%	37.6%	23.3%	47.5%
FAVÖK	16.1%	6.7%	39.0%	24.9%	38.5%
Net Kar	423.6%	45.0%	8.4%	64.2%	70.7%

Karlılık	2024	2025	2026T	2027T	2027T
Brüt Kar Marjı	28.1%	30.1%	31.2%	30.1%	31.2%
Operasyonel Gider Marjı	-14.4%	-16.9%	-17.9%	-17.3%	-16.2%
Faaliyet Kar Marjı	13.7%	13.2%	13.3%	12.8%	15.0%
FAVÖK Marjı	19.6%	19.2%	19.6%	19.1%	20.9%
Net Kar Marjı	9.4%	12.5%	10.0%	12.8%	17.2%
Özkaynak Karlılığı (ROE)	9.9%	10.5%	8.4%	10.6%	14.1%
Yatırım Sermayesi Getirisi (ROIC)	8.2%	9.5%	7.9%	10.1%	13.6%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL) - UMS29	2024	2025	2026T	2027T	2027T
Dönen Varlıklar	9,883	10,950	12,913	16,616	23,003
Nakit ve Nakit Benzerleri	5,670	5,932	6,242	7,867	11,991
Ticari Alacaklar	2,449	2,996	4,024	5,185	6,586
Stoklar	1,553	1,642	2,155	2,952	3,693
Diğer Dönen Varlıklar	210	379	493	611	734
Duran Varlıklar	5,740	8,283	12,138	15,330	17,429
Maddi Duran Varlıklar	5,510	7,354	10,932	13,836	15,636
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32	60	78	97	116
Kullanım Hakkı Varlıkları	130	153	199	247	296
Diğer Duran Varlıklar	68	716	929	1,151	1,381
Toplam Varlıklar	15,622	19,233	25,051	31,947	40,432
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,791	1,858	2,043	2,318	2,623
Finansal Borçlar	1,788	892	802	722	650
Ertelenmiş Gelirler	116	45	59	73	88
Ticari Borçlar	701	681	869	1,135	1,421
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	185	240	312	387	465
Uzun Vadeli Yükümlülükler	941	1,148	1,147	1,150	1,157
Finansal Borçlar	587	831	831	831	831
Ertelenmiş Gelirler	0	30	30	30	30
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	354	287	285	288	296
Özkaynaklar	11,890	16,226	21,862	28,479	36,652
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	11,890	16,226	21,862	28,479	36,652
Ödenmiş Sermaye	470	590	590	590	590
Rezerv ve Diğer Kalemler	6,929	9,312	12,104	15,007	18,012
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	3,316	4,621	7,321	9,850	12,875
Dönem Net Karı / (Zararı)	1,175	1,704	1,846	3,032	5,175
Azınlık payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	15,622	19,233	25,051	31,947	40,432

Borçluluk	2024	2025	2026T	2027T	2027T
Net Borç (Nakit)	-3,296	-4,209	-4,608	-6,314	-10,509
Net Borç / FAVÖK	-1.3	-1.6	-1.3	-1.4	-1.7

Rasyo Analizi	2024	2025	2026T	2027T	2027T
F / K	13.4	11.3	12.3	8.7	5.9
FD / FAVÖK	5.1	5.7	5.0	4.4	3.2
Temettü Verimi	1.0%	5.2%	4.4%	7.5%	12.7%

Makro Tahminler	2024	2025	2026T	2027T	2027T
US\$/TL Ortalama	32.82	39.51	46.60	54.83	63.60
US\$/TL Yıl sonu	35.22	42.86	50.69	59.16	68.26
EUR/TL Ortalama	35.51	44.77	54.60	65.26	76.32
EUR/TL Yıl sonu	36.74	50.45	59.82	70.99	81.92
TÜFE Ortalama	84.33	110.39	143.49	177.90	213.53

DEĞERLEME VE TAVSİYE

Lila Kağıt'ı hisse başına 58,6TL olan 12 aylık hedef fiyatımız ve "Endeksin Üzerinde Getiri" tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza ekliyoruz. Hedef fiyatımız, 12 aylık toplam %70 getiri potansiyeline işaret ediyor. Hisse senedinin şu nedenlerle BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz: i) cazip değerlendirme ve 105 milyon dolarlık net nakit pozisyonuna sahip sağlam bilanço, ii) yüksek marjlı katma değerli ürünlerin payını artırmak için 2026'da faaliyete geçecek olan yeni konvertör kapasitesi, iii) nüfus artışı ve düşük kişi başı tüketim olan hedef pazarlardaki büyüme potansiyelini değerlendirmek için 2027'de %25 kapasite artışı ve iv) ihracatçı olarak rekabetçi konumunu iyileştirmek ve verimliliği artırmak için 2028'de faaliyete geçecek akıllı depo yatırımı ve yenilenebilir enerji üretimi. Yukarıda belirtilen yatırımlara ve temettü ödemelerine rağmen Lila'nın net nakit pozisyonunu korumasını bekliyoruz.

Lila hisseleri, TL'deki reel değerlendirme nedeniyle piyasa odağının ihracatçı şirketlerden uzaklaşması sebebiyle yılbaşından bu yana BIST100 endeksinin %8 altında performans gösterdi. Planlanan yatırımların kademeli olarak tamamlanmasının ardından karlılıkta beklenen toparlanma ile hissenin BIST100 endeksinin üzerinde performans göstermesini bekliyoruz. Hisse senedi, 2026 tahmini F/K ve EV/EBITDA oranlarında sırasıyla 12,3x ve 5,0x seviyelerinde işlem görüyor.

Lila Kağıt hisseleri için, %50'sini İNA'ya, %25'ini 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanına ve %25'ini 2026 tahmini F/K çarpanına ayırarak karma bir değerlendirme kullandık. İNA analizimiz için USD bazlı bir değerlendirme kullanıyoruz ve emsal değerlememiz için USD bazlı medyan emsal grup çarpanlarını baz alıyoruz. Risksiz faiz oranını %8,5 olarak varsaydık, ancak sonsuz dönem için bu oranı %6,5'e düşürdük.

Lila Kağıt Değerleme Özeti (TL)

Değerleme Yöntemi	Çarpan	12A Hedef Değer	12A HF	Ağırlık
İNA		38,290	64.9	50%
2026T FD/FAVÖK	8.00	35,362	59.9	25%
2026T F/K	13.76	26,414	44.8	25%
Değerleme Sonucu		34,589	58.6	
<i>Mevcut Değerler</i>		20,296	34.4	
<i>Yükseliş Potansiyeli</i>			70%	

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

AOSM Hesabı - USD	2026-2035	Sonsuz
Beta	1.0	1.0
Risksiz Getiri Oranı	8.5%	6.5%
Risk Primi	5.5%	5.5%
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	25%
% Borç	20%	20%
% Özkaynak	80.0%	80.0%
Borçlanma Maliyeti	11.5%	9.5%
Özkaynak Maliyeti	14.0%	12.0%
AOSM	12.9%	11.0%

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Lila Kağıt Benzer Şirket Çarpanları (USD bazında)

Şirket	Bölge	Piy. Değ. (USDmn)	FD/FAVÖK				F/K			
			2025	2026T	2027T	2028T	2025	2026T	2027T	2028T
Cascades Inc	Kanada	814	5.88	4.59	4.31	4.12	0.00	8.55	6.92	4.79
Clearwater Paper Corp	ABD	229	9.12	19.79	6.21	-	-	-	-	-
Metsa Board Oyj	Finlandiya	1,337		10.76	6.08	5.45	0.00	108.45	12.90	10.26
Suzano SA	Brezilya	11,047	6.22	5.07	4.35	4.68	4.60	5.69	8.02	8.03
Navigator Co SA/The	Portekiz	2,841	8.91	7.53	6.37	6.38	17.37	14.18	10.63	10.08
Empresas CMPC SA	Şili	3,124	7.96	6.47	5.86	6.09	15.49	28.25	13.22	11.23
Essity AB	İsveç	18,698	8.31	8.00	7.43	7.24	14.45	12.94	12.03	10.57
Kimberly-Clark Corp	ABD	32,925	12.07	10.27	8.54	7.69	16.29	13.34	11.92	10.79
Kimberly-Clark de Mexico	Meksika	6,899	10.39	8.88	8.47	8.34	17.44	15.15	14.65	13.97
Europap Tezol Kağıt Sana	Türkiye	217	15.36	-	-	-	-	-	-	-
Lila Kağıt	Türkiye	468	5.52	-	-	-	10.84	-	-	-
Medyan Çarpan			8.6	8.0	6.2	6.2	15.5	13.8	12.0	10.4
Lila Kağıt Çarpanları (Ak Yatırım Tahmin)			5.7	5.0	4.4	3.2	11.3	12.3	8.7	5.9
Prim/İskonto (-)			-33%	-38%	-28%	-49%	-27%	-11%	-27%	-43%

Kaynak: Bloomberg, Ak Yatırım Araştırma Tahminleri - Lila Kağıt için

Lila Kağıt İNA Analizi

Milyon USD	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Satış Hacmi	206	228	256	266	267	267	267	267	267	267
% değişim	7.3%	10.7%	12.2%	4.1%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Kapasite Kullanımı	89%	78%	88%	91%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
Net Satışlar	357	394	434	455	459	463	468	472	477	481
% değişim	13%	10%	10%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
FVÖK	48	52	65	73	71	71	71	71	70	70
FVÖK Marjı	13.4%	13.1%	15.1%	16.0%	15.5%	15.3%	15.1%	14.9%	14.8%	14.6%
FAVÖK	71	77	92	100	98	98	98	98	97	97
FAVÖK Marjı	19.8%	19.5%	21.1%	21.9%	21.4%	21.1%	20.9%	20.7%	20.4%	20.2%
FAVÖK değişim	16%	8%	19%	9%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
Ödenen Vergi (-)	-12	-13	-16	-18	-18	-18	-18	-18	-18	-18
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)	-12	-14	-11	-6	-2	-1	-1	-1	-2	-2
Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar	29.3%	30.0%	29.9%	29.8%	29.9%	29.9%	30.0%	30.0%	30.0%	30.1%
Yatırım Harcamaları (-)	-50	-30	-12	-6	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Yatırım Harcamaları/Net Satışlar	-14%	-8%	-3%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-4	20	52	70	73	73	73	72	72	72
İndirgeme Oranı	0.91	0.81	0.72	0.63	0.56	0.50	0.44	0.39	0.35	0.31
SNA Bugünkü Değer (2025-2034)	279									
Sonsuz Büyüme Oranı	2.0%									
Sonsuz Değer	254									
Firma Değeri	533									
Net Borç (1Ç26)	-105									
12A Hedef Piyasa Değeri (USDmn)	727									
1Ç27 sonu USD/TL	52.6936									
12A HF, TL/hisse	64.9									

Kaynak: Ak Yatırım Araştırma

Lila, 2027-2028 yıllarında yeni kapasitenin faydasını görmeyi planlıyor... Şirket, Erzurum tesisinde yıllık brüt üretim kapasitesi 70 bin ton olan beşinci kağıt üretim hattını devreye alarak 2027 yılında kapasiteyi %25 artıracak. Bu arada Lila, Erzurum'da 2026'nın ikinci çeyreğinde faaliyete geçmesi planlanan bir konverting tesisine de yatırım yaptı. Yeni kapasitenin olumlu katkısıyla, 2026'da beklenen %7,3'lük ve 2027'de beklenen %11'lik hacim artışının üzerine 2029'de yaklaşık %12'lik bir hacim artışı bekliyoruz. Kapasite genişlemesi, şirketin bölgesel pazar erişimini güçlendirecektir. Lila Kağıt'ın kapasite kullanım oranı (KKO) %86'dır (sektör ortalaması olan %76'nın oldukça üzerinde), bu da yeni kapasitenin nispeten daha hızlı satışa dönüşebileceği anlamına gelir.

2026 ve 2027 yıllarında dolar cinsinden sırasıyla %18 ve %7 oranında FAVÖK büyümesi öngörüyoruz... Hacim artışı ve katma değerli ürünlerin payındaki artışın, önümüzdeki iki yılda FAVÖK büyümesini desteklemesi bekleniyor.

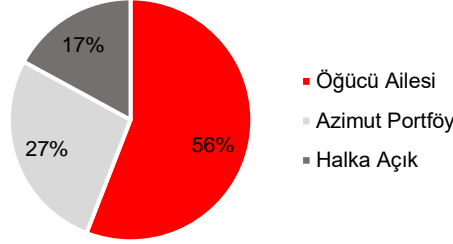
Yatırımlara rağmen güçlü net nakit pozisyonu devam edecek... Lila Kağıt, 2026 yılının ilk çeyreği sonunda 105 milyon dolar net nakit pozisyonuna sahipti. 2025 yılındaki toplam sermaye harcamaları 36 milyon dolara ulaştı. Faaliyetlerden elde edilen güçlü nakit akışıyla, 21 milyon dolar nakit temettü ödemesi ve 50 milyon dolarlık yatırım harcaması planına rağmen, Lila'nın net nakit pozisyonunun 2026 yılında 95-100 milyon dolar seviyesinde korunmasını bekliyoruz.

Lila Kağıt, Mayıs 2024'te halka arz edildi. Yönetim, halka arz gelirlerinin i) %30'unu Erzurum fabrika yatırımı için, ii) %30'unu işletme sermayesi için, iii) %15'ini Ergene fabrika yatırımı için, iv) %15'ini yenilenebilir enerji yatırımları için ve v) %10'unu borç geri ödemeleri için kullanmayı planlamıştı. Lila Kağıt, 2025 yıl sonu itibarıyla faiz hariç 3,3 milyar TL halka arz geliri elde etti ve şirket 2026 yılının ilk çeyreği itibarıyla 2,9 milyar TL kullandı. Faiz gelirleri hesaba katıldıktan sonra halka arz gelirlerinden şu anda halen 2,0 milyar TL'lik nakit bulunuyor.

ŞİRKET VE SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

Hijyenik temizlik kağıdı sektörünün önde gelen oyuncularından Lila Kağıt, 2006 yılında kurulmuştur. Şirket, 9 Mayıs 2024 tarihinde halka arz edilmiştir. Şirket hisselerinin %17'si halka açık olarak işlem görürken, kalan %83'ü kurucu Öğücü ailesine (doğrudan ve Azimut Portföy Hisse Serbest Fonu aracılığıyla) aittir.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: KAP

Lila Kağıt, endüstriyel mükemmellik konusunda sağlam bir geçmişe sahip, sektöründe önde gelen bir üretici ve ihracatçı olarak öne çıkmaktadır. Lila Kağıt, 2025 yılında 317 milyon dolar gelir (%-11 y/y), 61 milyon dolar FAVÖK (%-12 y/y) ve 40 milyon dolar net kar (%+19 y/y) kaydetti. Şirketin 1Ç26 sonu itibarıyla 105 milyon dolar net nakit pozisyonu bulunmaktadır.

Şirketin ana üretim merkezi, jumbo bobin kağıt ve konverting ürünleri üretiminde uzmanlaştığı Ergene kampüsünde yer almaktadır; bu ürünler, hızlı tüketim malları (FMCG) hijyenik kağıt mendil segmentindeki temel kategorilerdir. Ayrıca Lila Kağıt, iplik boyama ve enerji dahil olmak üzere diğer üretim alanlarında da varlığını sürdürmektedir. Üretim tesisleri 300.000 metrekarelik bir alanı kapsamakta olup 4 kağıt üretim hattı ve 26 dönüştürme (konverting) hattı içermektedir. Yıllık brüt 271 bin ton kağıt üretim kapasitesiyle Lila Kağıt, Avrupa ve Orta Doğu'nun en büyük üreticilerinden biridir.

Lila Kağıt'ın güçlü bir uluslararası varlığı bulunmaktadır. Tuvalet kağıdı, kağıt havlu, mendil ve peçete gibi ürünleri dünya çapında 80 binden fazla perakende satış noktasında mevcuttur. Şirket, hem yarı mamul hem de mamul ürünlerini 5 kıtada 80'den fazla ülkeye ihraç etmektedir.

Şirket tarafından üretilen ve satılan kağıt mendil ürünleri iki kategoriye ayrılır: i) bobin kağıt, selüloz bazlı hammaddeler kullanılarak üretilir. Üretilen bobin kağıdın bir kısmı, dünyanın dört bir yanındaki bağımsız konverting ürünü üreticilerine hammadde olarak ihraç edilir, ii) şirketin kendi dönüştürme tesisinde işlenen konverting (bitmiş) ürünler. Dönüştürme işleminden elde edilen bitmiş ürünler, özel markalı veya özel etiketli olarak sınıflandırılır. Dönüştürme sektöründeki özel marka isimleri, iç pazar için Sofia, Maylo ve Ultra Berrak; uluslararası pazarlar için Nua; yurt dışı tüketim için ise Nua Professional'dır.

Lila'nın satış faaliyetleri üç kategoriye ayrılıyor: iç pazar, bölgesel pazarlar ve deniz aşırı pazarlar. Türkiye satışları ağırlıklı olarak hijyenik temizlik kağıdı ürünlerinden oluşan B2C satışlarından oluşmakta ve toplam hacmin yaklaşık %25'ini oluşturmaktadır. Bölgesel pazar satışları hem B2C hem de B2B satışlarını kapsamakta olup, bobin kağıt ve hijyenik

temizlik kağıdı ürünlerini içermekte ve toplam satış hacminin yaklaşık %25'ini oluşturmaktadır. Denizaşırı pazar satışları ise B2B satışları olan bobin kağıt satışlarından oluşmakta ve toplam hacmin %50'sini oluşturmaktadır. Şirket, coğrafi avantajları sayesinde karayoluyla yakın pazarlara ve deniz yoluyla uzak pazarlara verimli bir şekilde teslimat yapabilmektedir.

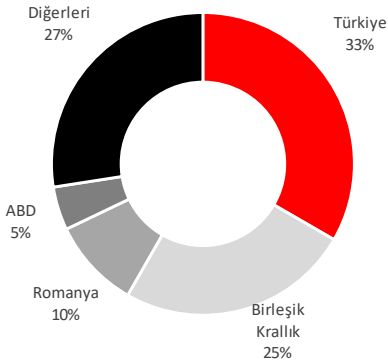
Lila Kağıt, iç pazarda %7,5 pazar payıyla üçüncü sırada yer almaktadır. Bu arada, en büyük iki oyuncunun her birinin %24-25 pazar payı bulunmaktadır. Lila, hızla büyüyen kağıt mendil kategorisinde %53,7 pazar payıyla pazar lideridir. Erzurum'daki yeni konverting kapasitesiyle (2026'nın ikinci çeyreğinde faaliyete geçmesi planlanıyor), Lila, şu anda %10,7 seviyesinde olan konverting portföyündeki katma değerli ürünlerin payını artırmayı hedefliyor. Katma değerli ürünlerde ton başına gelirin diğer ürünlere göre yaklaşık %30, brüt karın ise yaklaşık %50 daha yüksek olduğunu belirtmekte fayda var.

Lila Kağıt Markaları

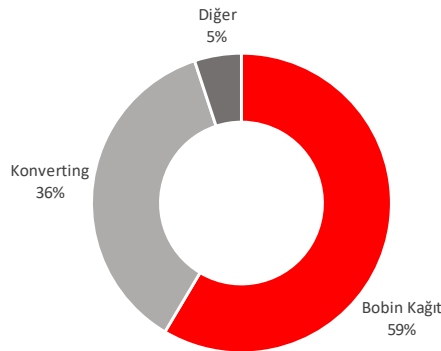


Kaynak: Lila Kağıt

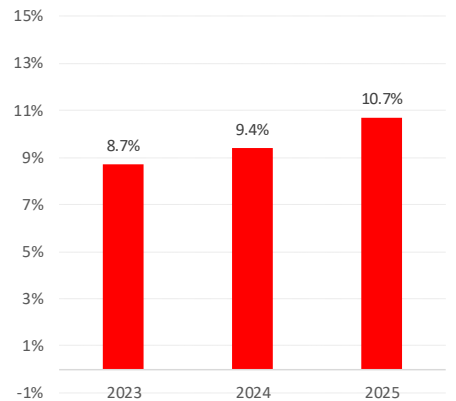
Satışların Coğrafi Dağılımı



Satışların Bölmelere Göre Dağılımı



Konverting Satış Hacminde Katma Değerli Ürün Payı



Kaynak: Lila Kağıt

Lila Kağıt'ın Yatırım Planları:

Lila Kağıt'ın Yatırım Planları

Proje	Toplam Yatırım (USDmn)	Tamamlanma Dönemi	Notlar
Erzurum Fabrika Yatırımı	75	2026-2027	Yıllık 70.000 ton (%25 artış) kapasite artışı: Lila, halihazırda güçlü bir varlığa sahip olduğu Azerbaycan, Gürcistan ve Irak'ta lojistik verimliliğiyle rekabet avantajı elde etmeyi ve yeni kapasitenin tamamlanmasının ardından Suriye ve İran gibi potansiyel ihracat pazarlarında da yer alarak bölgesel bir üretim merkezi olmayı Başlangıçta, Lila Kağıt'ın Tekirdağ Ergene'deki mevcut fabrikasından tedarik edilen bobin kağıtlar, nihai ürünlere dönüştürülecek. Daha sonra, yeni rulo kağıt kapasitesinin yaklaşık yarısı dönüştürme tesisine tahsis Satış hacmine tam etkisi iki yılda görülebilir.
Faz 1: Konverting Kapasitesi		2Q26	
Faz 2: Bobin Kağıt Kapasitesi		2H27	
Ergene Fabrikası'ndaki Yatırımlar	20	2025-2028	Akıllı depo ve verimlilik artırma yatırımları, yıllık 2,5-3 milyon dolar tutarında potansiyel maliyet tasarrufu sağlayabilir. Şirketin lojistik süreçlerini iyileştirmeyi, envanter yönetiminde verimliliği artırmayı ve operasyonel maliyetleri düşürmeyi hedefliyor. Operasyonel mükemmellik, maliyet ve hız avantajı elde etmek için akıllı kapasite artışı projeleri gerçekleştirildi. Operasyonel mükemmellik, maliyet ve hız avantajı elde etmek için akıllı kapasite artışı projeleri gerçekleştirildi. Çoklu lokasyonlu operasyonları ve üretim tesislerini destekleyebilecek dijital bir altyapı oluşturuldu.
1- Akıllı Depo Yatırımı		2026-2027	
2- Konverting Kapasitesinde Performans ve Verimlilik Artışı		2025-2026	
3- Modernizasyon ve Yenileme		2026-2027	
4- Dijital Dönüşüm		2026-2027	
Yenilenebilir Enerji Projeleri	35	2025-2028	Planlanan enerji üretim kapasitesi, Lila Kağıt'ın elektrik tüketiminin yaklaşık %25'ini karşılayacak ve şirketin enerji maliyetlerinden 7,5 milyon dolar tasarruf etmesini sağlayacak. Kapasitenin 12,5 MW'ı 2024 yılının ilk yarısında faaliyete geçti. Kalan 2 MW ise 2027 yılında faaliyete geçecek. TEİAŞ bağlantısı uygun bulundu, ÇED süreci devam ediyor. Erken yatırım planlama dönemi
1- Ergene Güneş Santrali: 14.5 MW		2024-2026	
2- Bitlis Güneş Santrali: 50MW		2026-2028	
3-Erzurum Güneş Santrali: 10MW		2026-2028	

Kaynak: Lila Kağıt, Ak Yatırım Araştırma

Erzurum Fabrika Yatırımı: Lila Kağıt, 70.000 tonluk yeni üretim kapasitesiyle, 300.000 tonun üzerinde pazar büyüklüğüne sahip 100 milyondan fazla nüfuslu (Türkiye'nin doğusu ve yakın pazarlar) bir pazara hizmet vermeyi hedefliyor.

Erzurum'daki fabrika yatırımı, Türkiye'de Doğu Anadolu ve Karadeniz bölgelerinde hijyenik temizlik kağıdı alanındaki ilk ağır sanayi tesisi olacak. Toplam yatırımın 75 milyon dolar olması öngörülürken, bu miktarın %50'sinden fazlası bugüne kadar harcandı. Yatırımın ilk aşamasında (2026'nın 2. çeyreğinde tamamlanacak), Lila Kağıt'ın Ergene'deki mevcut fabrikasından tedarik edilen bobin kağıt, nihai ürünlere dönüştürülecek. İkinci aşamada (2027'nin 2. yarısında tamamlanacak), Erzurum'da yıllık brüt 70bin ton üretim kapasitesine sahip beşinci bir kağıt üretim hattının faaliyete geçmesi planlanıyor. Buna göre, şirketin toplam kağıt üretim kapasitesi yıllık brüt 271bin tondan brüt 341bin tona çıkacak.

Bu yatırımın amacı, Azerbaycan, Gürcistan, Irak ve Türk Cumhuriyetleri gibi komşu ülkelere yapılan ihracatı artırmanın yanı sıra, bölgedeki hijyenik temizlik kağıdı talebini karşılamaktır. Erzurum tesisi, lojistik avantajlar sunarak, hem yurt içinde hem de uluslararası alanda pazar konumunu güçlendirerek şirketin sektördeki rekabet gücünü artıracaktır.

Ergene Fabrikası Yatırımları: Akıllı Depo ve Otomasyonla Verimlilik Artışı... Ergene tesisine yönelik planlanan yatırımların önemli bir kısmı otomasyon, verimlilik ve modernizasyona yönlendirilecektir. Yatırım programı dört ana alana odaklanmıştır:

i) Akıllı Depo Yatırımı: Şirketin kendi markalı ürünlerini ve özel etiketli ürünlerini çeşitli coğrafyalardaki geniş bir müşteri tabanına kesintisiz olarak teslim edebilme yeteneği, büyük ölçekli depolama kapasitesine bağlıdır. Özellikle uzak bölgelerde, kapasite kullanımındaki mevsimsel değişimlere ve değişen tatil talebine etkili bir şekilde yanıt verebilmek için, hızlı tüketim malları için özel olarak tasarlanmış bir depo kritik önem taşımaktadır. Buna paralel olarak şirket, tüm operasyonları tek bir çatı altında birleştiren yeni nesil bir depo tasarımı geliştiriyor. Gelişmiş yazılımlarla desteklenen sistem, yüksek verimlilik ve minimum iş gücü gereksinimleri için optimize edilecektir. Deponun tasarım ve planlama aşaması tamamlanmış olup, inşaatın 2027 yılında tamamlanması hedeflenmektedir. Projenin 2028 yılından itibaren yıllık 2,5-3 milyon dolar tutarında maliyet tasarrufu sağlaması beklenmektedir.

ii) Konverting Hattı Yatırımları: Çeşitli pazarlardaki özel talepleri karşılamak için konverting kapasitesinde modifikasyon, performans ve verimlilik iyileştirmeleri.

iii) Modernizasyon, Yenileme ve Kapasite Artırma Yatırımları: Bu yatırımlar, mevcut kağıt üretim hatlarının iyileştirilmesine odaklanacaktır.

iv) Dijital Dönüşüm Yatırımları: Bu girişim, çoklu lokasyonlu operasyonları ve üretim tesislerini destekleyebilecek dijital bir altyapı oluşturmayı amaçlamaktadır. Amaç, daha hızlı, gerçek zamanlı ve otomatik veri analizi ve karar verme olanağı sağlamaktır.

Yenilenebilir Enerji Yatırımları: Şirketin elektrik ihtiyacının %25'ini karşılamak ve enerji maliyetlerinden yıllık 7,5 milyon dolar tasarruf sağlamak... Lila Kağıt, üretim faaliyetlerini sektörüne ilişkin tüm çevre düzenlemelerine uygun olarak yürütmekte ve sürdürülebilir büyümeye önem vermektedir. Bu stratejinin bir parçası olarak, ESG hedefleriyle de uyumlu olan yenilenebilir enerji girişimlerine öncelik verilmektedir. Lila, tamamı iç tüketim için kullanılacak toplam 50+ MW'lık yenilenebilir enerji üretim kapasitesi kurmayı hedeflemektedir. Bu stratejik vizyon doğrultusunda farklı lokasyonlarda çok sayıda yenilenebilir enerji yatırımı planlanmıştır.

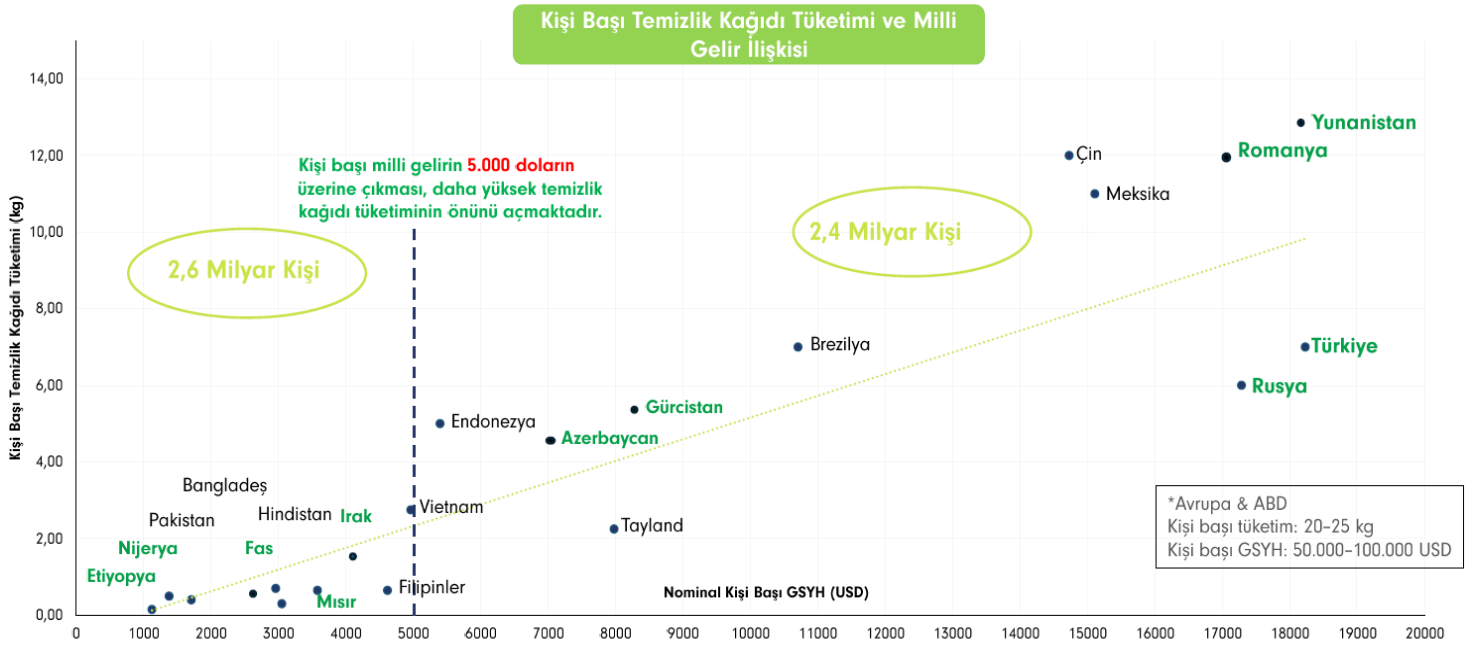
Bu yol haritasının bir parçası olarak şirket, 2023 yılında Ergene tesisinde çatı üstü güneş enerjisi santrali projesini başlattı. Planlanan toplam 14,5 MW kapasitenin ilk 12,5 MW'lık kısmı başarıyla devreye alındı ve 2024 yılının ilk yarısında faaliyete geçti. 50 MW hedefine ulaşmak için Bitlis'in Ahlat bölgesinde de büyük ölçekli bir güneş enerjisi santrali için hazırlıklar devam ediyor. 28,1 MW'lık sistemin bağlantısı tamamlandı ve Çevresel Etki Değerlendirme raporu süreci devam ediyor. Tesisin 2027 yılında faaliyete geçmesi bekleniyor. Ayrıca, Erzurum'da, muhtemelen 2028 yılında, 10+ MW kapasiteli başka bir güneş enerjisi santrali inşa edilmesi planlanıyor.

Özetle, tüm yatırım projeleri göz önüne alındığında, Lila Kağıt Yönetimi, 2026'da 50 milyon dolar, 2027'de 30 milyon dolar ve 2028'de 12 milyon dolar tutarında yatırım harcaması bekliyor; bu da tahminimize göre ilgili dönemlerdeki gelirlerin sırasıyla %14, %8 ve %3'üne karşılık geliyor.

Romanya'daki potansiyel yatırım... 2025 yılında Lila Kağıt, Romanya'da ihyjenik temizlik kağıdı üretiminde faaliyet gösteren bir şirketle niyet mektubu imzaladı ve Doğu Avrupa'da daha entegre bir yapıya yönelik potansiyel iş birliği fırsatları için bir değerlendirme süreci başlattı. Romanya'daki potansiyel yatırımla Lila Kağıt, Avrupa pazarına daha yakın, esnek

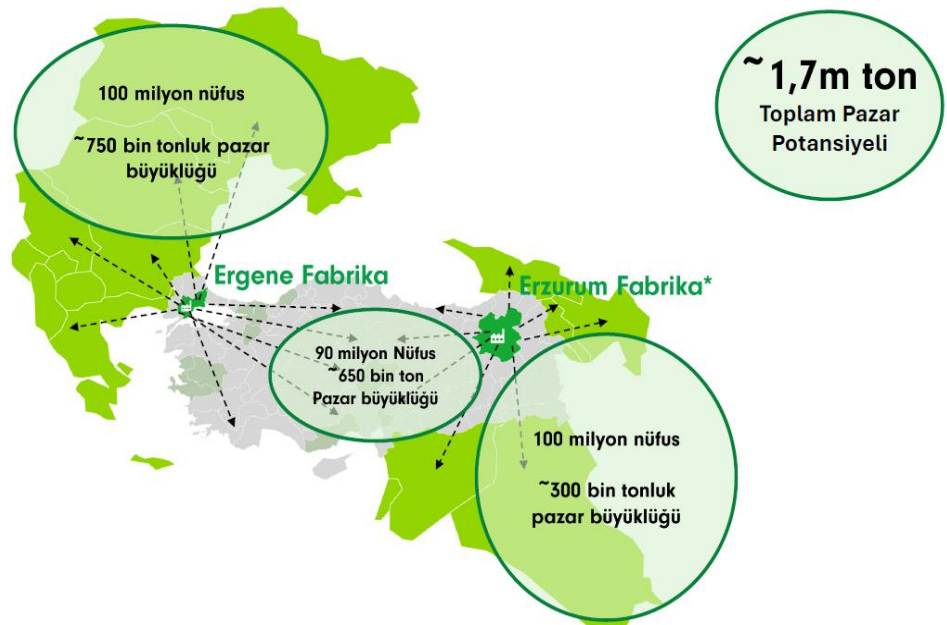
ve rekabetçi bir tedarik yapısı kurmayı hedefliyor. Lila, refleksif hızlı genişleme yerine, Türkiye'de başarıyla uyguladığı iş modeline dayalı, sermaye disiplini ve karlılığı koruyan ihtiyatlı bir genişleme yaklaşımıyla inorganik büyüme stratejisini yönetmektedir. Bu çerçevede Lila, Kafkasya'dan Orta Doğu ve Kuzey Afrika'ya ve oradan da Doğu Avrupa'ya uzanan bir koridor boyunca genişleyerek, güçlü ölçek ekonomileri ve önemli lojistik avantajlarına sahip bir üretim mimarisi kurmayı hedeflemektedir. Orta vadede, Doğu Avrupa'daki bu mimariyi daha da derinleştirecek tamamlayıcı bir bağlantı olarak potansiyel bir Avrupa merkezli genişleme düşünülebilir.

Temizlik Kağıdı Tüketimi ve Kişi Başına Düşen Milli Gelir Karşılaştırması



Kaynak: TTO BMA, Lila Kağıt Yatırımcı Sunumu

Lila Kağıt'ın Ana Pazarlarında Yüksek Büyüme Potansiyeli

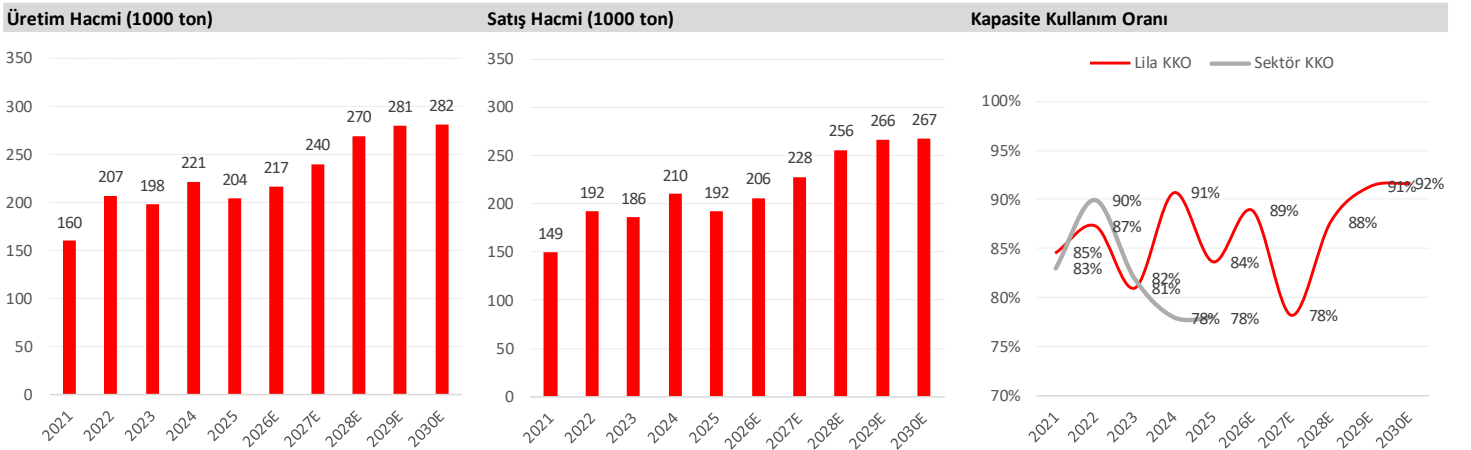


Kaynak: Lila Kağıt

FINANSALLARA İLİŞKİN BEKLENTİLER

2027'de kapasite %25 artacak... Lila Kağıt'ın yıllık üretim kapasitesi mevcut durumda brüt 271 bin ton iken 2021'de 205 bin ton seviyesindeydi. Şirket, pandemi sırasında artan talep ve hijyenik temizlik kağıdı pazarının küresel büyümesiyle motive olarak 2022 yılında 4. üretim hattında (TM4) faaliyete başladı. Bu arada, 271 bin tonluk rakam, tüm üretim hatlarının sürekli çalıştığı varsayılarak ideal maksimum çıktı olan brüt kapasiteyi temsil etmektedir. Bununla birlikte, planlı duruş süreleri, bakım ve fiili çalışma saatleri hesaba katıldığında, net üretim kapasitesi yıllık 244 bin tondur. Lila Kağıt, son yıllarda sektör ortalamasının üzerinde kalan %80-90'lık (net kapasite üzerinden hesaplanan) kapasite kullanım oranlarıyla (KKO) faaliyet göstermektedir. 2027 yılında, Erzurum'da bulunan beşinci üretim hattının (TM5) devreye girmesiyle Lila'nın brüt üretim kapasitesinin yıllık 341 bin tona (net 307 bin ton) çıkması planlanmaktadır.

Yeni kapasitenin 2029 yılına kadar kademeli olarak doldurulmasını bekliyoruz... Lila'nın satış hacmi, jeopolitik gelişmeler, olumsuz makroekonomik ortam ve gümrük rejimlerindeki belirsizliklere paralel olarak ihracat pazarlarındaki zayıf talep nedeniyle 2025 yılında %9 azalarak 192 bin tona geriledi. 2025 yılında, ihracat pazarı için bobin kağıt satış hacmi %16 azalırken, büyük ölçüde iç pazardan kaynaklanan konverting satış hacmi %13 arttı. 2026 yılında, talepte bir miktar normalleşme ve Erzurum'daki konverting tesisinin 2026'nın ikinci çeyreğinde faaliyete geçmesinden kaynaklanan kademeli olumlu etki, hacim büyümesini destekleyebilir. 2026 yılında, şirket yönetiminin hacim büyüme beklentisi olan %7-10 alt sınırına yakın, %7,3'lük bir hacim büyümesi bekliyoruz. 2027 yılında, Erzurum'daki yeni bobin kağıt tesisinin ikinci yarıyıldan itibaren katkısı ve talepte devam eden toparlanma, tahminlerimize göre düşük çift haneli bir hacim büyümesine yol açabilir. Yeni kapasitenin 2029 yılına kadar kademeli olarak kullanılacağını ve 2028 ile 2029 yıllarında sırasıyla %12 ve %4 hacim artışı rakamlarına ulaşılacağını öngörüyoruz. Buna göre, kapasite genişlemesiyle birlikte 2027 yılında %78'e düşmesinin ardından, kapasite kullanım oranınının 2028'de %88'e ve 2029'da %91'e ulaşacağını tahmin ediyoruz.



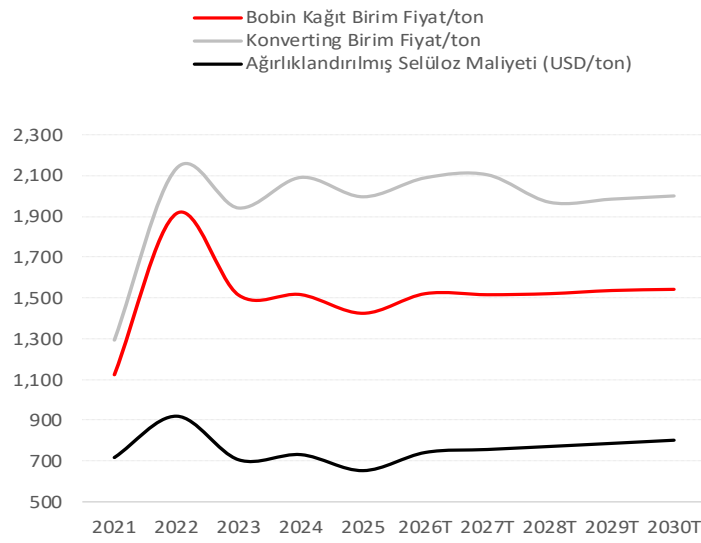
Kaynak: Lila Kağıt, Ak Yatırım Araştırma

Hacim artışı ve ürün karmaşasında iyileşme... Şirketin satış hacmi 2022-2025 döneminde ortalama 195 bin ton iken, uzun vadede kademeli olarak 270-280 bin tona çıkmasını bekliyoruz. Bobin kağıt ve konverting hacimleri toplam satış hacminin sırasıyla yaklaşık

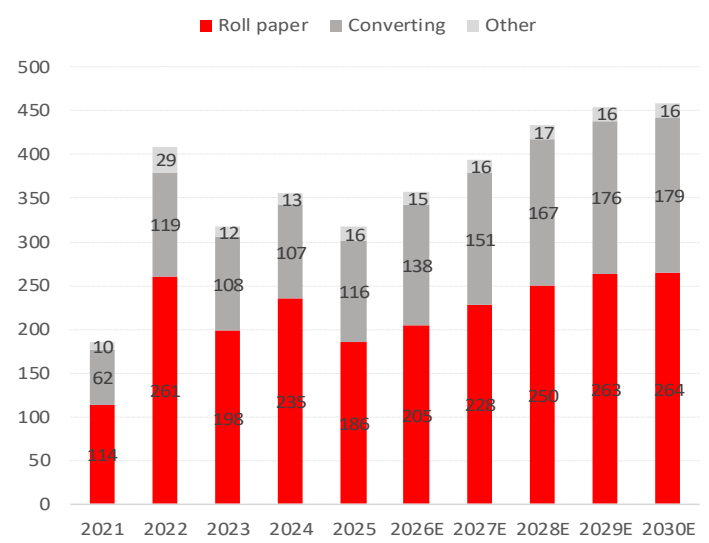
%70 ve %30'unu oluşturmaktadır. Orta/uzun vadede, konverting hacminin payının %35 seviyelerine ulaşmasını ve portföyde ürün karmaşasının iyileştirilmesini bekliyoruz. Lila, şu anda %10,7 seviyesinde olan konverting portföyündeki katma değerli ürünlerin payını artırmayı hedefliyor. Katma değerli ürünlerde ton başına gelirin diğer ürünlere göre yaklaşık %30 daha yüksek, brüt karın ise yaklaşık %50 daha yüksek olduğunu belirtmekte fayda var.

Hacim artışının %7,3 ve selüloz fiyatlarındaki artışla birlikte fiyat artışının %5 olması beklentisiyle, 2026 yılında gelirlerin %13 artmasını bekliyoruz. Orta/uzun vadede, tahminlerimize göre önemli fiyat değişiklikleri beklemiyoruz; gelir artışı ise esas olarak hacim artışına bağlı olacaktır.

Birim Ürün Fiyatı ve Selüloz Fiyatları (USD/ton)



Hasılatın Dağılımı



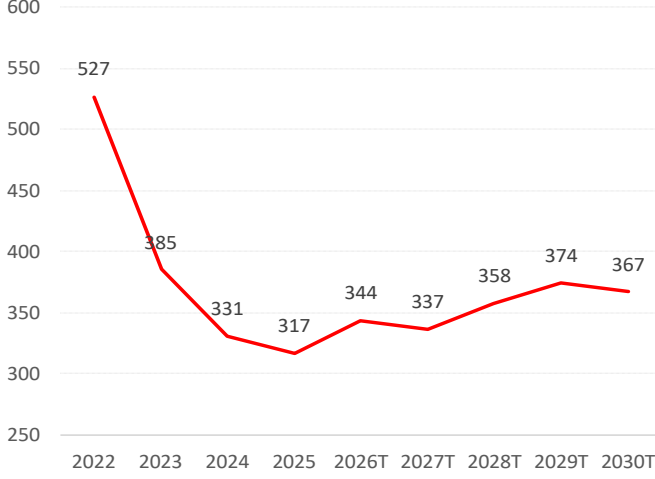
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma Tahminleri

Lila Kağıt'ın başlıca maliyet kalemleri selüloz, enerji ve lojistikdir: Selüloz: Bu girdi, toplam satışların yaklaşık %60-65'ini temsil etmektedir. Küresel olarak ticareti yapılan bir emtia olarak selüloz fiyatları, küresel talep, arz dinamikleri, döviz kurları ve nakliye maliyetlerindeki değişiklikler nedeniyle önemli dalgalanmalara tabidir. Keskin fiyat artışları, özellikle rekabet baskısı nedeniyle müşterilere maliyet aktarımının sınırlı olduğu dönemlerde brüt kar marjlarını aşındırabilir. **Enerji:** Enerji yoğun bir sektörde faaliyet gösteren şirket, elektrik ve doğal gaz fiyatlarındaki dalgalanmalara maruz kalmaktadır. Yenilenebilir enerji projelerine (güneş enerjisi santralleri gibi) yapılan yatırımlar, bu bağımlılığı zaman içinde azaltmayı amaçlasa da, kısa ve orta vadeli maruziyet önemli bir operasyonel risk olmaya devam etmektedir. Şirket, 2024 yılında Ergene tesislerinde devreye alınan 12,5 MW'lık güneş enerjisi santrali ile enerji ihtiyacının %7,5'ini yenilenebilir kaynaklardan karşılamaya başlamıştır. **Lojistik:** Hem hammadde ithalatı hem de yarı mamul ihracatı açısından yüksek hacimli uluslararası ticareti göz önüne alındığında, Şirket küresel navlun oranlarındaki değişikliklere önemli ölçüde maruz kalmaktadır.

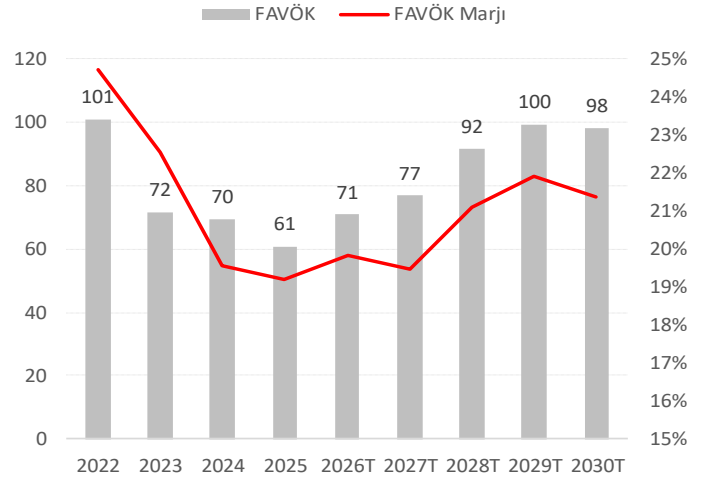
Lila'nın FAVÖK marjı son yıllarda düşüş gösterdi; bunun başlıca nedenleri şunlardır: i) Türk lirasının reel olarak değer kazanmasının brüt kar marjı üzerinde baskı oluşturması, ii) Türk lirası cinsinden artan işçilik maliyetleri ve döviz kuru cinsinden artan navlun maliyetleri ve iii) zayıf fiyatlandırma ortamı. Bununla birlikte, disiplinli maliyet yönetimi

sayesinde şirket, artan enerji ve navlun maliyetlerini hafifletebildi ve jeopolitik sorunların yaşandığı zorlu bir ortamda 2026'nın ilk çeyreğinde marjda 30 baz puanlık bir iyileşme sağladı. Yönetim, katma değerli ürün portföyündeki payın artması ve proaktif maliyet yönetiminin devam etmesiyle FAVÖK marjında 2025'teki %19,2'den 2026'da %20'nin üzerine hafif bir toparlanma öngörüyor.

Lila Kağıt için FAVÖK/ton Tahminleri (USD)



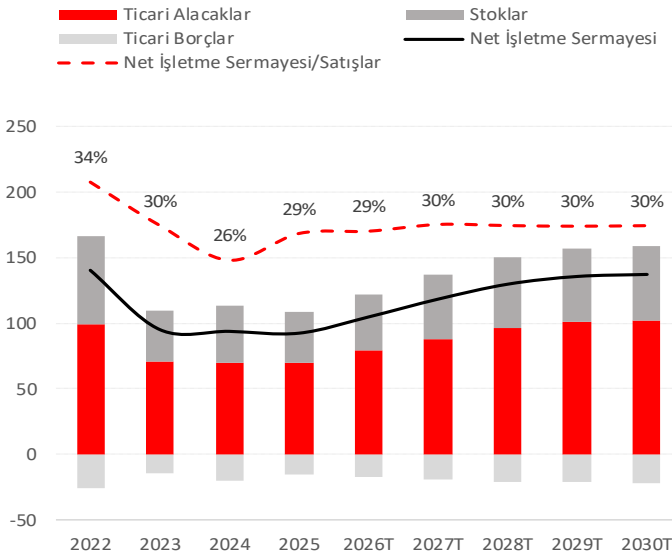
FAVÖK ve FAVÖK Marjı Projeksiyonu (milyon USD)



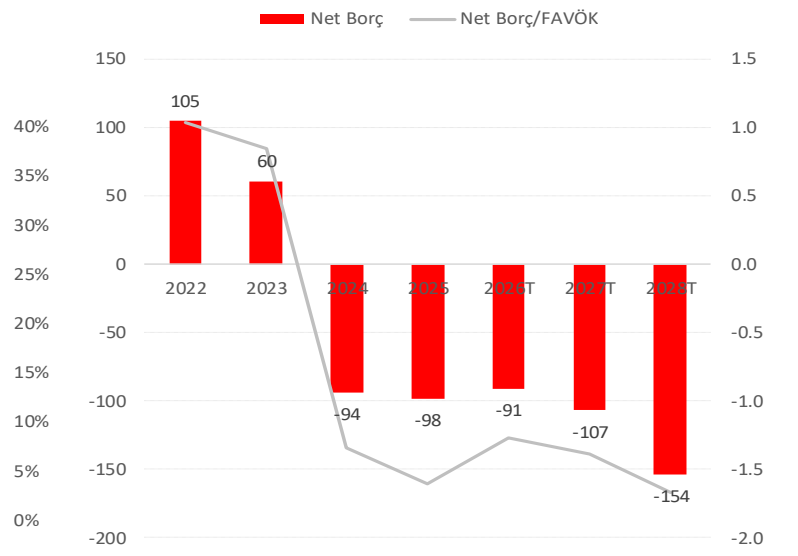
Kaynak: Ak Yatırım Araştırma Tahminleri

2025-2028 döneminde FAVÖK'ün dolar cinsinden yıllık bileşik büyüme oranının (YBBO) %15 olmasını bekliyoruz... Hacim artışı, fiyat artışı, verimlilik iyileştirmeleri ve maliyet düşürme çabaları sayesinde 2026 yılında FAVÖK'ün %18 oranında büyümesini öngörüyoruz. Yeni bobin kağıt kapasitesi sayesinde 2027 yılında FAVÖK büyümesinin %7 olmasını bekliyoruz, ancak yeni tesisteki devreye alma süreci ve daha keskin rekabet bu dönemde FAVÖK büyümesini baskılayabilir. Yeni rulo kağıt kapasitesinin neredeyse tam etkisi ve akıllı depo yatırımlarından kaynaklanan maliyet tasarruflarıyla, 2028 yılında FAVÖK'ün dolar cinsinden %20 oranında artmasını bekliyoruz.

İşletme Sermayesi İhtiyacı (USDmn)



Net Borç ve Kaldıraç Değişimi (USDmn)



Kaynak: Ak Yatırım Araştırma Tahminleri

Şirket, 1Ç26'da ödeme günlerinin artması sayesinde işletme sermayesini başarıyla iyileştirmiştir. Yönetimin öngörülerine paralel olarak, orta/uzun vadede net işletme sermayesi/gelir oranının %30 civarında seyredeceğini tahmin ediyoruz.

Halka arz öncesi dönemdeki borç azaltma sürecine ek olarak, 3,3 milyar TL'lik halka arz gelirlerinin ardından Şirket net nakit pozisyonuna geçmiştir. Net nakit pozisyonu 1Ç26 sonunda 105 milyon dolar iken, 2026 yıl sonu itibarıyla 91 milyon dolar olmasını bekliyoruz. Şirket, 2025-2028 yatırım dönemi boyunca pozitif net nakit pozisyonunu korumayı hedeflemektedir. Sermaye harcamalarının 2026 yılında 50 milyon dolar, 2027 yılında 30 milyon dolar ve 2028 yılında 12 milyon dolar olması bekleniyor; bu da tahminlerimize göre sırasıyla gelirlerin %14, %8 ve %3'üne karşılık gelmektedir.

1Ç26 Sonuçları:

Çeyreksel Özet							
milyon TL	Özet Finansallar			4Ç25	ç/ç	Piyasa	Piyasa Fark
	1Ç26	1Ç25	y/y				
Net Satışlar	931	1,151	-19%	984	-5%	3,184	-71%
FAVÖK	185	226	-18%	162	15%	627	-70%
FAVÖK Marjı	19.9%	19.6%	29 bps	16.4%	349 bps	19.7%	23 bps
Net Kar	-42	0	11707%	74	-156%	-106	-61%

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Lila Kağıt 1Ç26'da 142 milyon TL net zarar açıklarken (1Ç25: -1 milyon TL) piyasa beklentisi 106 milyon TL zarar seviyesindeydi. 1Ç26'da FAVÖK 636 milyon TL (-%18 y/y) olarak gerçekleşti ve piyasa beklentisi olan 627 milyon TL ile paralel seyretti. Net satışlar geçen seneye göre %19 düşerek 1Ç26'da 3,2 milyar TL olarak gerçekleşirken beklentilerle genel olarak uyumlu idi. Net satışlardaki daralma, Nisan 2025'teki küresel gümrük tarifesi belirsizliğinden hemen önce güçlü baz etkisi ve Orta Doğu'daki çatışmalarla beraber satış hacmindeki %8'lik daralma ve TL'nin reel değerlenmesinden kaynaklandı. Bununla birlikte, markalı ürün satışlarında devam eden ivme ve ihracat pazarlarında yeni müşteri kazanımı sayesinde, konverting ürün satış hacmi 1Ç26'da yıllık bazda %15 arttı ve bu çeyrekte konverting ürün ihracatında yıllık bazda %67'lik bir büyüme kaydedildi. Toplam satış hacminin %68'i bobin kağıttan, %32'si ise konverting hacminden geldi. İhracat, 1Ç26'da toplam satış hacminin %75'ini, gelirlerin ise %66'sını oluşturdu.

1Ç26'da **FAVÖK**, yıllık bazda %18 düşüşle 636 milyon TL olarak gerçekleşti; buna karşılık, yüksek marjlı ürünlerden gelen daha yüksek katkı sayesinde FAVÖK marjı 1Ç25'e göre 29 baz puan iyileşti. FAVÖK'teki daralma, düşük satış hacmi, TL'nin reel değer kazanması, daha yüksek navlun giderleri ve Orta Doğu'daki çatışmalardan sonra artan enerji maliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Lila Kağıt, 1Ç26'da 142 milyon TL **net zarar** kaydederken, bunda 821 milyon TL'lik parasal pozisyon zararı etkiliydi.

Şirket, işletme sermayesindeki iyileşme sayesinde **net nakit pozisyonunu** 4Ç25 sonundaki 4,2 milyar TL'den (98 milyon dolar) 1Ç26 sonunda 4,7 milyar TL'ye (105 milyon dolar) yükseltti. İşletme sermayesi/net satışlar oranı, 1Ç26'da %27 seviyesine geriledi; bu oran 4Ç25'te %29 ve 1Ç25'te ise %33 idi. Bu arada, Erzurum fabrikasına yapılan yoğun yatırımlar nedeniyle yatırım harcamaları 1Ç26'da 828 milyon TL olarak gerçekleşirken %26'lık bir yatırım harcaması/net satışlar oranına karşılık geldi. Lila Kağıt, Erzurum

fabrikasındaki yeni konverting tesisini 2026'da faaliyete geçirmeyi planlarken, Erzurum'daki yeni bobin kağıt kapasitesinin 2027 yılında faaliyete geçmesi planlanıyor.

Yönetim, 2026 yılına ilişkin beklentilerini korudu. Hatırlatmak gerekirse, yönetim, ihracat pazarlarındaki normalleşme, iç pazardaki güçlü ivme ve Erzurum yatırımından gelen hafif olumlu etki sayesinde 2026 yılında satış hacminin %7-10 oranında artmasını bekliyor. FAVÖK marjının, katma değerli ürünlerin payının artması ve maliyet yönetimine yönelik devam eden çabalar sayesinde 2025'teki %19,2 seviyesinden biraz iyileşerek %20'nin üzerinde olması bekleniyor. Net işletme sermayesi/net satışlar oranının %30'un altında olması ve yatırımlara rağmen pozitif net nakit pozisyonunun korunması hedefleniyor.

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 İnternet 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.