

## Şirket Ziyaret Notu: Katma değerli ürünler ve kapasite artışıyla büyüme

Lila Kağıt'ın temizlik kağıdı sektöründe entegre yapısı, ihracat odaklı iş modeli (toplam gelirlerin %75'i) ve katma değerli ürün portföyü sayesinde güçlü bir rekabet konumuna sahip olduğunu düşünüyoruz. Bu yapı, Lila Kağıt'ı yüksek nakit üretim kapasitesine sahip (2024 Serbest nakit akımı/FAVÖK: %170) bir şirket konumuna getirirken, güçlü bilançosu ve istikrarlı temettü politikası ile desteklenen sürdürülebilir karlılık görünümünü öne çıkarmaktadır. Lila Kağıt, son 12 aylık verilere göre 6,0x FD/FAVÖK (2025 beklentilerine göre 5,6x) ve 12,0x F/K çarpanlarıyla işlem görmektedir. Şirketin 2026 yılına ilişkin marj beklentilerine ulaşması halinde, 2026 tahmini FD/FAVÖK çarpanının yaklaşık 4,6x seviyelerine gerilemesini bekliyoruz.

**Türkiye temizlik kağıdı pazarında büyüme potansiyeli ve Lila Kağıt'ın rekabetçi konumu öne çıkıyor.** Şirket faaliyetlerinin %70'ini oluşturan bobin iş kolunda, ihracat odağının devam etmesi, dış pazarlarda kademeli normalleşme ve küresel konjonktürün görece istikrara kavuşması birlikte daha öngörülebilir ve dengelenen bir dış talep ortamı oluşması beklenmektedir. Türkiye'de kişi başı temizlik kağıdı tüketimi, gelişmiş ülke ortalamalarının yaklaşık üçte biri seviyesindedir. Bu durum, orta-uzun vadede sektör için yapısal bir büyüme potansiyeline işaret etmektedir.

**Erzurum yatırımı ve GES projeleri orta vadeli büyüme ve karlılık açısından öne çıkıyor.** Erzurum'da devam eden fabrika yatırımının, 2026 yılının ikinci çeyreğinde operasyonel hale gelmesi beklenmektedir. Erzurum tesisinin ağırlıklı olarak konverting ürünlere odaklanması planlanmakta olup, Doğu Anadolu'da benzer bir üretim tesisinin bulunmaması nedeniyle önemli bir büyüme katalizörü olarak değerlendirilmektedir. Bu yatırım ile yaklaşık 60 bin ton ek kapasite yaratılması öngörülmekte olup, bu artış şirketin mevcut kapasitesine kıyasla yaklaşık %22'lik bir büyümeye işaret etmektedir. Şirketin devam eden GES yatırımları tamamlandığında, enerji ihtiyacının %20-25'inin kendi üretimiyle karşılanması hedeflenmektedir. 2028 itibarıyla GES projelerinin ve Ergene'de devam etmekte olan akıllı depo ve otomasyon projelerinin yıllık 7-10 milyon USD FAVÖK katkısı sağlaması beklenmektedir.

**Marj görünümü operasyonel faktörler ve maliyet iyileşmesiyle destekleniyor.** Güçlü TL'nin etkisiyle FAVÖK marjları %22-20 bandına gerilemiştir. TL'nin yanı sıra, ihracatın %41'inin AB pazarına yapılması nedeniyle EUR/USD paritesi de karlılık üzerinde önemli bir belirleyicidir. 2026 yılında marjların, katma değerli ürün portföyündeki artış ve GES yatırımlarının enerji giderleri üzerindeki olumlu etkisiyle %20'nin üzerinde korunması beklenmektedir. Şirket, 2026 yılı için %7-10 satış hacmi büyümesi, net satışlara oranla %30'un altında işletme sermayesi ihtiyacı, yaklaşık 50 milyon USD yatırım harcaması ve net nakit pozisyonu oranının 1x'in üzerinde tutulmasını öngörmektedir. Yüksek yatırım harcamasına rağmen, şirketin temettü politikası dağıtılabilir karın asgari %20'sinin dağıtılmasını öngörmekte olup, son yıllarda fiili dağıtım oranı %70-80 bandında gerçekleşmiştir. Yaptığımız hesaba göre 2025 net karının %80'inin temettü olarak dağıtılacağını varsayarsak %7 civarında bir brüt temettü verimi hesaplıyoruz.

## Lila Kağıt Özet Finansallar

| TL mn                    | 2024/09 | 2025/09 | Δ       | 2024/3Ç | 2025/2Ç | 2025/3Ç | Δ (y/y) | Δ (c/c)   |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Net Satışlar             | 12.338  | 10.099  | -18%    | 4.029   | 3.475   | 3.188   | -21%    | -8%       |
| Brüt Kâr                 | 3.506   | 3.108   | -11%    | 995     | 1.060   | 1.003   | 1%      | -5%       |
| FAVÖK                    | 2.474   | 2.021   | -18%    | 642     | 683     | 663     | 3%      | -3%       |
| Net Parasal Kayıp / Kaz. | -498    | -1.494  | 200%    | -290    | -259    | -481    | 66%     | 86%       |
| Net Kâr                  | 1.308   | 1.411   | 8%      | 468     | 1.001   | 411     | -12%    | -59%      |
| Brüt Kar Marjı           | 28,4%   | 30,8%   | 235 bps | 24,7%   | 30,5%   | 31,5%   | 677 bps | 96 bps    |
| FAVÖK Marjı              | 20,1%   | 20,0%   | -4 bps  | 15,9%   | 19,7%   | 20,8%   | 488 bps | 115 bps   |
| Net Kâr Marjı            | 10,6%   | 14,0%   | 338 bps | 11,6%   | 28,8%   | 12,9%   | 129 bps | -1591 bps |
| Net Borç                 | -2.775  | -3.331  | 20%     | -2.775  | -3.775  | -3.331  | 20%     | -12%      |
| Net Borç / FAVÖK         | -0,8    | -1,3    | 64%     | -0,8    | -1,5    | -1,3    | 64%     | -12%      |

Kaynak : Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet  
Enflasyona Göre Düzeltilmiş (30.09.2025)

a.d.: anlamlı değil

## Öneri Yok

## Şirket Raporu

| Hisse Bilgileri                   | KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ |
|-----------------------------------|-------------------------|
| Sektör                            | LILAK.TI / LILAK.IS     |
| Bloomberg / Reuters Kodu          |                         |
| Fiyat (TL/hisse)                  | 32,92                   |
| Hedef Fiyat (TL/hisse)            | Öneri Yok               |
| Potansiyel Getiri (%)             | Öneri Yok               |
| 52 Haftalık Fiyat Aralığı (TL)    | 19,34-33,18             |
| Piyasa Değeri (milyon TL)         | 19.423                  |
| Firma Değeri (milyon TL)          | 16.092                  |
| Fiili Dolaşım PD (milyon TL)      | 8.546                   |
| Ödenmiş Sermaye (milyon TL)       | 590                     |
| Dolaşımdaki Paylar                | %44                     |
| Yabancı Oranı (Dolaşımdaki Pay %) |                         |
| En Son                            | %3,58                   |
| 3 Ay Önce                         | %1,87                   |

| İşlem Hacmi                  | 1H          | 1A          | 3A          | 1Y          |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ortalama İşlem Miktarı (000) | 12.144      | 7.274       | 5.613       | 6.696       |
| Ortalama İşlem Hacmi (000TL) | 396.142     | 224.142     | 164.758     | 172.218     |
| Fiyat Aralığı (TL/hisse)     | 31,28-33,18 | 28,32-33,18 | 24,88-33,18 | 19,34-33,18 |

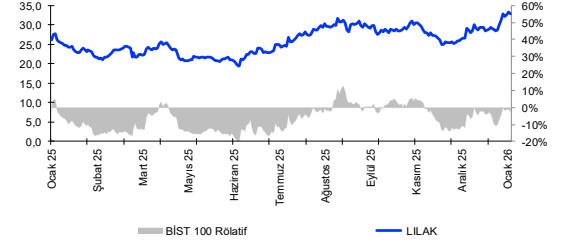
| Hisse Performansı              | 1A  | 3A  | 6A  | 12A |
|--------------------------------|-----|-----|-----|-----|
| Nominal Getiri                 | %9  | %16 | %32 | %20 |
| BLST-100'e Göre Rölatif Getiri | -%3 | -%7 | %7  | -%6 |

| Ortaklık Yapısı                                                             | Sermayedeki Payı (%) |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| ORHAN ÖĞÜCÜ                                                                 | 11,60                |
| AZİMUT PORTFÖY KLM HİSSE SENEDİ SERBEST ÖZEL FON (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)   | 9,99                 |
| AZİMUT PORTFÖY HCB HİSSE SENEDİ SERBEST ÖZEL FON (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON)   | 8,76                 |
| AZİMUT PORTFÖY RASAT HİSSE SENEDİ SERBEST ÖZEL FON (HİSSE SENEDİ YOĞUN FON) | 8,31                 |
| AYDIN ÖĞÜCÜ                                                                 | 8,11                 |
| CELAL ÖĞÜCÜ                                                                 | 5,99                 |
| HATİCE ÖĞÜCÜ                                                                | 5,61                 |
| Diğer                                                                       | 41,63                |

Şirket esas sözleşmesinin "Şirketin Amaç ve Konusu" başlıklı 4. maddesinde belirtilmiş olan faaliyetleri gerçekleştirmek üzere kurulmuş olup, her çeşit kağıt neveleri, kağıttan mamul her çeşit maddeler ve her türlü sıhhi ve temizlik kağıtları ile diğer bülumum kağıt ham maddelerinin üretimi ve bunların ticareti ve alım satımını; her türlü elektrik üretimi ve ticareti; her çeşit pamuk ve suni elyaf iplikleri üretimi ve ticareti yapmaktır.

## Hisse Performansı

Kaynak: Gedik Yatırım



\* 19/01/2026 tarihli kapanış fiyatlarıyla hazırlanmıştır.

Miray Alkan

Uzman Yardımcısı

miray.alkan@gedik.com

+90 216 453 00 00

Umut Öztürk

Müdür

umut.ozturk@gedik.com

+90 216 453 00 00

## Lila Kağıt - Gelir Tablosu

| TLmn                                    | 1Ç24           | 2Ç24           | 3Q24           | 4Ç24           | 1Ç25           | 2Q25           | 3Ç25           |
|-----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>                  | <b>4.091,5</b> | <b>4.217,4</b> | <b>4.029,4</b> | <b>3.363,1</b> | <b>3.435,9</b> | <b>3.475,2</b> | <b>3.188</b>   |
| Satışların Maliyeti                     | -2.813,4       | -2.984,0       | -3.034,9       | -2.456,2       | -2.390,6       | -2.415,6       | -2.185,2       |
| <b>BRÜT KAR (ZARAR)</b>                 | <b>1.278,1</b> | <b>1.233,4</b> | <b>994,6</b>   | <b>906,9</b>   | <b>1.045,2</b> | <b>1.059,6</b> | <b>1.002,7</b> |
| Faliyet Giderleri                       | -562,6         | -571,2         | -577,4         | -544,0         | -562,5         | -566,8         | -541,2         |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri   | -461,6         | -438,8         | -475,0         | -424,1         | -452,1         | -458,1         | -430,2         |
| Genel Yönetim Giderleri                 | -101,0         | -132,4         | -102,3         | -119,8         | -110,4         | -108,8         | -111,0         |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>           | <b>715,5</b>   | <b>662,2</b>   | <b>417,2</b>   | <b>363,0</b>   | <b>482,7</b>   | <b>492,8</b>   | <b>461,5</b>   |
| <b>FAVÖK</b>                            | <b>942,0</b>   | <b>890,7</b>   | <b>641,8</b>   | <b>598,1</b>   | <b>674,8</b>   | <b>683,0</b>   | <b>663,3</b>   |
| Diğer Faaliyet Gelirleri                | 231,9          | 21,3           | 150,9          | 12,6           | 258,4          | 123,9          | 76,0           |
| Diğer Faaliyet Giderleri (-)            | -18,2          | -17,3          | -4,1           | -7,9           | -11,3          | -8,9           | -2,0           |
| Fin. ve Yatırım Gelirleri/Giderleri, ne | -573,7         | 149,9          | -98,5          | -109,5         | -614,3         | 309,1          | -179,8         |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler       | -97,7          | 104,4          | 13,2           | -7,9           | 57,8           | 412,9          | 116,3          |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Finansal Gelirler</b>                | <b>151,4</b>   | <b>216,5</b>   | <b>480,7</b>   | <b>515,5</b>   | <b>354,5</b>   | <b>364,4</b>   | <b>277,9</b>   |
| <b>Finansal Giderler</b>                | <b>-408,1</b>  | <b>-181,5</b>  | <b>-302,7</b>  | <b>-21,8</b>   | <b>-272,2</b>  | <b>-209,0</b>  | <b>-93,4</b>   |
| <b>Net Parasal Pozisyon Kay./Kaz.</b>   | <b>-219,2</b>  | <b>10,6</b>    | <b>-289,6</b>  | <b>-595,3</b>  | <b>-754,4</b>  | <b>-259,1</b>  | <b>-480,6</b>  |
| <b>Vergi Önceki Kar</b>                 | <b>355,5</b>   | <b>816,2</b>   | <b>465,6</b>   | <b>258,2</b>   | <b>115,5</b>   | <b>916,9</b>   | <b>355,7</b>   |
| Vergiler                                | -165,0         | -167,0         | 2,3            | -91,4          | -116,6         | 84,1           | 55,6           |
| Dönem Vergi Geliri (Gideri)             | -103,6         | -118,3         | 69,5           | -15,6          | -177,3         | 88,0           | 32,4           |
| Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)        | -61,4          | -48,7          | -67,2          | -75,8          | 60,7           | -3,8           | 23,1           |
| Azınlık Payları                         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Net Kar</b>                          | <b>190,5</b>   | <b>649,2</b>   | <b>467,9</b>   | <b>166,7</b>   | <b>-1,1</b>    | <b>1.001,1</b> | <b>411,2</b>   |
| Net Borç                                | 2.623,0        | -997,3         | -2.081,6       | -4.133,7       | -2.909,3       | -3.511,5       | -3.330,5       |
| Net Döviz Pozisyonu                     | 1.887,2        | 902,3          | 1.585,0        | 2.722,7        | 2.553,8        | 2.349,5        | 3.446,8        |
| <b>Brüt Marj</b>                        | <b>31,2%</b>   | <b>29,2%</b>   | <b>24,7%</b>   | <b>27,0%</b>   | <b>30,4%</b>   | <b>30,5%</b>   | <b>31,5%</b>   |
| Faaliyet Giderleri/Satışlar             | -13,8%         | -13,5%         | -14,3%         | -16,2%         | -16,4%         | -16,3%         | -17,0%         |
| Faaliyet Kar Marjı                      | 17,5%          | 15,7%          | 10,4%          | 10,8%          | 14,0%          | 14,2%          | 14,5%          |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                      | <b>23,0%</b>   | <b>21,1%</b>   | <b>15,9%</b>   | <b>17,8%</b>   | <b>19,6%</b>   | <b>19,7%</b>   | <b>20,8%</b>   |
| Etkin Vergi Oranı                       | -46,4%         | -20,5%         | 0,5%           | -35,4%         | -100,9%        | 9,2%           | 15,6%          |
| <b>Net Kar Marjı</b>                    | <b>4,7%</b>    | <b>15,4%</b>   | <b>11,6%</b>   | <b>5,0%</b>    | <b>0,0%</b>    | <b>28,8%</b>   | <b>12,9%</b>   |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

## Lila Kağıt - Bilanço (mn TL)

|                                  | 1Ç24          | 2Ç24          | 3Q24          | 4Ç24          | 1Ç25          | 2Q25          | 3Ç25          |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>DÖNEN VARLIKLAR</b>           | <b>7.745</b>  | <b>12.859</b> | <b>12.564</b> | <b>12.396</b> | <b>11.925</b> | <b>11.517</b> | <b>10.120</b> |
| Nakit ve Nakit Benzerleri        | 184           | 5.493         | 6.398         | 7.112         | 5.527         | 5.211         | 4.580         |
| Ticari Alacaklar                 | 4.511         | 4.500         | 3.623         | 3.072         | 3.307         | 3.090         | 2.753         |
| Stoklar                          | 2.717         | 2.657         | 2.315         | 1.948         | 2.178         | 2.436         | 2.306         |
| Diğer Dönen Varlıklar            | 332           | 209           | 228           | 263           | 914           | 779           | 482           |
| <b>DURAN VARLIKLAR</b>           | <b>7.072</b>  | <b>7.053</b>  | <b>7.071</b>  | <b>7.199</b>  | <b>7.218</b>  | <b>7.518</b>  | <b>7.790</b>  |
| Maddi Duran Varlıklar            | 4.253         | 4.602         | 5.145         | 6.911         | 5.940         | 6.458         | 7.071         |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar    | 22            | 27            | 26            | 41            | 37            | 44            | 48            |
| Diğer Duran Varlıklar            | 2.797         | 2.424         | 1.901         | 248           | 1.241         | 1.016         | 672           |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>          | <b>14.817</b> | <b>19.912</b> | <b>19.635</b> | <b>19.595</b> | <b>19.143</b> | <b>19.035</b> | <b>17.910</b> |
| <b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b> | <b>4.432</b>  | <b>4.419</b>  | <b>4.184</b>  | <b>3.500</b>  | <b>4.701</b>  | <b>3.356</b>  | <b>1.863</b>  |
| Finansal Borçlar                 | 3.527         | 3.522         | 3.283         | 2.242         | 2.040         | 1.084         | 914           |
| Ticari Borçlar                   | 612           | 498           | 527           | 880           | 946           | 967           | 679           |
| Borç Karşılıkları                | 37            | 41            | 40            | 38            | 45            | 44            | 36            |
| Diğer Finansal Yükümlülükler     | 257           | 358           | 334           | 340           | 1.671         | 1.262         | 235           |
| <b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b> | <b>984</b>    | <b>773</b>    | <b>659</b>    | <b>1.181</b>  | <b>547</b>    | <b>766</b>    | <b>740</b>    |
| Finansal Borçlar                 | 786           | 523           | 340           | 737           | 172           | 353           | 335           |
| Ticari Borçlar                   | 48            | 53            | 55            | 120           | 112           | 105           | 127           |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü     | 150           | 196           | 264           | 324           | 263           | 308           | 278           |
| <b>Azınlık Payları</b>           | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>Özkaynaklar</b>               | <b>9.401</b>  | <b>14.721</b> | <b>14.791</b> | <b>14.914</b> | <b>13.894</b> | <b>14.913</b> | <b>15.308</b> |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>          | <b>14.817</b> | <b>19.912</b> | <b>19.635</b> | <b>19.595</b> | <b>19.143</b> | <b>19.035</b> | <b>17.910</b> |
| <b>Mali Oranlar</b>              | <b>1Ç24</b>   | <b>2Ç24</b>   | <b>3Q24</b>   | <b>4Ç24</b>   | <b>1Ç25</b>   | <b>2Q25</b>   | <b>3Ç25</b>   |
| Toplam Borç/Toplam Sermaye       | 0,5           | 0,3           | 0,2           | 0,2           | 0,2           | 0,1           | 0,1           |
| Cari Oran                        | 1,7           | 2,9           | 3,0           | 3,5           | 2,5           | 3,4           | 5,4           |
| Alacak Tahsilat Süresi           | 99            | 96            | 81            | 82            | 87            | 80            | 78            |
| Stok İşleme Süresi               | 87            | 80            | 69            | 71            | 82            | 91            | 95            |
| Ticari Borç Ödeme Süresi         | 20            | 15            | 16            | 32            | 36            | 36            | 28            |
| <b>Nakit Döndürme Süresi</b>     | <b>166,6</b>  | <b>161,2</b>  | <b>133,9</b>  | <b>121,3</b>  | <b>133,0</b>  | <b>134,8</b>  | <b>144,7</b>  |

Kaynak: Gedik Yatırım Araştırma, Rasyonet

**YASAL UYARI**

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.