

Büyümenin İkinci Fazı

Lila Kağıt için orta vadeli yatırım temasını; Erzurum yatırımıyla genişleyecek üretim kapasitesi, daha yüksek katma değerli konverting ürünlerin satış karmasındaki artan payı, yenilenebilir enerji yatırımlarının sağlayacağı maliyet avantajı ve 5,4 milyar TL net nakit pozisyonu, 1Y26'da 1,02 milyar TL serbest nakit akışı ve %22,2 net işletme sermayesi/satışlar oranıyla desteklenen güçlü bilanço yapısı üzerine kuruyoruz. Kısa vadede ise kur artışının enflasyonun altında kalması, küresel temizlik kâğıdı pazarındaki zayıf fiyatlama ortamı ve TL bazlı giderlerdeki artışın operasyonel kârlılığı baskılamaya devam ettiğini görüyoruz.

2026 yılını, satış hacmindeki toparlanmaya karşın kârlılık üzerindeki baskıların sürdüğü bir geçiş yılı olarak değerlendiriyoruz. 2027 yılında Erzurum yatırımının ikinci fazını oluşturan TM5 hattının devreye girmesiyle yıllık brüt kâğıt üretim kapasitesinin 271 bin tondan 341 bin tona yükselmesini ve büyümenin hızlanmasını bekliyoruz. Artan kapasitenin; konverting satışlarındaki büyüme, ölçek ekonomileri ve yenilenebilir enerji yatırımlarının maliyet katkısıyla birlikte 2027 sonrasında ton başına kârlılıkta kademeli normalleşmeyi desteklemesini öngörüyoruz.

Şirketin yüksek ihracat payı, geniş coğrafi satış ağı ve sektör ortalamasının üzerinde seyreden kapasite kullanım oranını operasyonel görünüm açısından güçlü unsurlar olarak değerlendiriyoruz. 1Y26 itibarıyla yurt dışı satışların toplam satış tonajının %76'sını oluşturmasını ve Türkiye temizlik kâğıdı ihracatındaki Lila Kağıt payının, sektör ihracatının daraldığı bir dönemde %29,1'e yükselmesini şirketin rekabetçi konumunu destekleyen göstergeler olarak görüyoruz.

Modelimizde toplam satış hacminin 2026 yılında yaklaşık 202 bin tondan 2027 yılında 225,8 bin tona yükselmesini öngörüyoruz. USD bazlı net satışların 2026-2030 döneminde yıllık bileşik %8,9 büyümeyle 314,5 milyon USD'den 442 milyon USD'ye ulaşmasını, 2026 yılında 288 USD/ton ile dip seviyeyi görmesini beklediğimiz ton başına FAVÖK'ün ise 2030 yılında 405 USD/tona iyileşmesini tahmin ediyoruz. Yatırım tezimizi, 2027 itibarıyla devreye girecek kapasite artışı ve bunun satış hacmi, ürün karması ve kârlılık üzerinde yaratmasını beklediğimiz dönüşüm üzerine kuruyoruz.

- Kapasite artışı:** TM5 yatırımının 2027 yılında devreye girmesiyle yıllık brüt kâğıt üretim kapasitesi 271 bin tondan 341 bin tona yükselecek.
- Daha güçlü ürün karması:** Konverting satışlarının artan payının daha yüksek katma değerli ürünlere geçişi ve ton başına kârlılığı desteklemesini öngörüyoruz.
- İhracat ve yakın pazarlarda büyüme:** Erzurum'un lojistik avantajının yakın pazarlardaki büyümeyi desteklemesini, geniş ihracat ağının coğrafi çeşitlilik sağlamasını bekliyoruz.
- 2027 sonrası marj normalleşmesi:** Ölçek ekonomileri, yenilenebilir enerji yatırımları ve kur-enflasyon makasındaki normalleşmeyle ton başına FAVÖK'ün kademeli olarak toparlanmasını öngörüyoruz.

Bu doğrultuda, %50 indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve %50 piyasa çarpanları analizi ağırlıklandırmasıyla ulaştığımız 54,90 TL Hedef Fiyat ile LILAK'ı AL tavsiyesiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

HEDEF FİYAT

54,90

Potansiyel +%97

TAVSİYE
AL

Temel Veriler

Son Fiyat (TL)	27,82
Piyasa Değeri (milyon TL)	16.414
Piyasa Değeri (milyon USD)	339
F/K	14,79
FD/FAVÖK	4,02
PD/DD	0,89
Hisse Sayısı (milyon lot)	590
Ort. İşlem Hacmi (milyon TL)	60,34

Fiyat Performansı

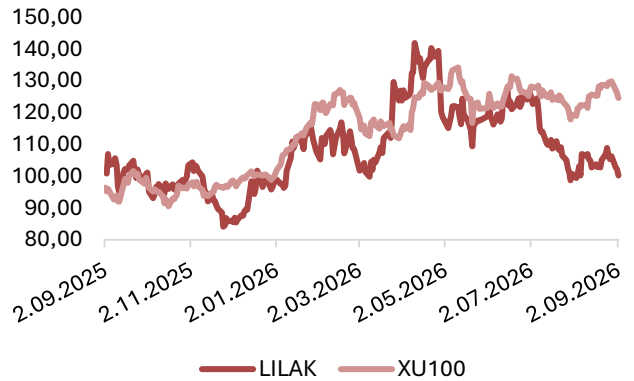
	1 Ay	3 Ay	12 Ay
BİST100'E GÖRE	-6,22	-17,85	-31,86
Nominal (TL)	-0,49	-17,65	-1,05
Nominal (USD)	-2,13	-22,62	-18,43

Finansal Tahminler

	2026T	2027T	2028T
Hasılat (milyon USD)	314,5	362,3	411,3
FAVÖK (milyon USD)	58,09	69,15	85,80
FD/FAVÖK	3,82	3,21	2,59

Pay Sahibi

	%
Orhan ÖĞÜCÜ	11,60
Azimet Portföy KLM	9,99
Azimet Portföy HCBO	8,76
Azimet Portföy RASAT	8,31
Aydın ÖÇÜCÜ	8,11
Celal ÖÇÜCÜ	5,99
Hatice ÖĞÜCÜ	5,61
Diğer	41,63



Mustafa GÖNÜL
mgonul@marbasmenkul.com.tr

1. Finansal Hatırlatma

Lila Kağıt, 2Ç26'da 3,86 milyar TL hasılat, 641,77 milyon TL FAVÖK ve 484 milyon TL net kâr ile beklentilerimiz dahilinde hasılat ve FAVÖK, beklentilerimizin üzerinde net kâr paylaştı.

Jeopolitik risklere rağmen talepte kısmi toparlanma gözlemlendi.

2026 yılının ikinci çeyreği, küresel ticaret politikalarına ilişkin belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin enerji ve lojistik maliyetleri üzerinde baskı yarattığı bir dönem oldu. Döviz kurlarının enflasyonun gerisinde kalması ihracatçı şirketlerin kârlılığını baskılarken, bazı ihracat pazarlarında talebin toparlanma sinyalleri vermesi ve küresel ticaret koşullarındaki kısmi normalleşme, operasyonel faaliyetler açısından ilk çeyreğe kıyasla daha destekleyici bir görünüm sundu.

İhracat payı artmaya devam ediyor.

Konvertingin ihracat hacmindeki artışın ve bobin satışlarındaki olumlu performansın etkisiyle ihracat payı artmaya devam etti. 2Ç25'e kıyasla konverting ihracat tonajı %35,4 büyürken, ihracatın satışlar içerisindeki payı %77 seviyesine yükseldi. İhracat pazarları içinde Birleşik Krallık liderliğini sürdürürken, Avrupa takibini sürdürdü. Amerika kıtasına yapılan satışlar ise artış göstermeye devam etti.

Bobin toparlanırken, konverting güçlü büyümesini sürdürdü.

2Ç26'da toplam satış tonajı 2Ç25'e göre %6,26, 1Ç26'ya göre ise %8,9 artarak 52,6 bin ton olarak gerçekleşti. Bobin satış hacminde bu çeyrek iyileşme görülürken, ihracat pazarlarındaki yeni müşteri kazanımları ve markalı ürün satışlarındaki devam eden momentumun etkisiyle konverting satış hacmi 2Ç25'e kıyasla %13,5 büyüdü.

Zorlu koşullara rağmen marj yapısı gelişim gösterdi.

Kârlılık tarafında zorlu bir çeyrek geride kaldı. Döviz bazlı satış fiyatlarının neredeyse yatay seyretmesi, kur artış hızının enflasyonun gerisinde kalması ve faaliyet giderlerindeki artış marjlar üzerinde baskı oluşturdu. Buna rağmen şirket, etkin hammadde yönetimi, maliyet disiplini, operasyonel verimlilik uygulamaları ve katma değerli ürün karmasının desteğiyle operasyonel kârlılığını kısmen korudu. Brüt kâr marjı yıllık bazda 2,1 puan gerileyerek %28,4, FAVÖK marjı ise 3,1 puan düşüşle %16,6 seviyesinde gerçekleşti. Net kâr tarafında ise kurumlar vergisi düzenlemesinden kaynaklanan 308 milyon TL'lik katkı ve 159,6 milyon TL'lik ertelenmiş vergi gelirine rağmen net kâr marjının %12,5'e gerilemesi, kârlılık üzerindeki baskının devam ettiğini gösteriyor.

Yatırımlar devam ediyor.

Yılın ilk yarısında şirket, büyüme ve verimlilik odağını koruyarak toplam 1,24 milyar TL yatırım harcaması gerçekleştirdi. Söz konusu tutarın 1,206 milyar TL'si Erzurum üretim tesisi yatırımlarına, 33,7 milyon TL'si ise Ergene tesisinde otomasyon ve operasyonel verimlilik projelerine yönlendirildi. Bu doğrultuda, yatırım harcamalarının net satışlara oranı yılın ilk yarısı itibarıyla %17 seviyesinde gerçekleşti. Erzurum fabrikası yatırımının birinci fazını oluşturan konverting üretim tesisi tamamlanarak Haziran başı itibarıyla üretim ve satış faaliyetlerine başladı. Ergene tesisinde ise sürdürülen otomasyon ve verimlilik odaklı yatırımların operasyonel kârlılığı desteklemesi öngörüldürken, enerji tarafında devam eden GES yatırımlarıyla yenilenebilir enerji kullanımının artırılması, maliyet yapısının iyileştirilmesi ve karbon ayak izinin azaltılması hedefleniyor.

2026 beklentilerinde revizyon yapıldı.

Şirket, 2026 yılına ilişkin toplam satış hacmi büyüme beklentisini %7-%10 seviyesinde korurken, yurt içi pazar beklentisini yüksek çift haneli büyümeden orta-yüksek tek haneli büyümeye, ihracat pazarlarına yönelik büyüme beklentisini ise düşük-orta tek haneli seviyeden yüksek tek haneli büyümeye revize etti. Kârlılık tarafında ise FAVÖK marjı beklentisi +%20 seviyesinden +%19 seviyesine, düzeltilmiş FAVÖK marjı beklentisi +%22 seviyesinden +%21 seviyesine çekildi. Net işletme sermayesi/Net satışlar hedefi <%30'dan <%25'e iyileştirilirken, yatırım harcaması beklentisi 50 milyon USD'den 40 milyon USD'ye indirildi. Net borçluluk oranı hedefi ise 1x'in altında korundu.

2. Temizlik ve Hijyen Kâğıtları Sektörü

2026 yılında küresel temizlik kâğıdı tüketiminin yaklaşık 50 milyon ton seviyesine ulaşması beklenirken, küresel tüketimin yıllık bileşik %3,3 büyüme göstermesi öngörülmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde nüfus artışı, kentleşme, yükselen gelir seviyesi ve hijyen bilincindeki artışın küresel tüketimi destekleyen temel unsurlar olmaya devam etmesi beklenmektedir. Kuzey Amerika ve Batı Avrupa, yüksek kişi başı tüketim seviyeleriyle öne çıkarken, pazarların görece olgun yapısı nedeniyle bu bölgelerde hacim büyümesinin daha sınırlı seyretmesi öngörülmektedir. Buna karşılık Asya-Pasifik, Orta Doğu ve Afrika; daha düşük kişi başı tüketim seviyeleri, artan gelir ve güçlü demografik dinamikler doğrultusunda sektörün büyüme potansiyelinin yoğunlaştığı bölgeler olarak öne çıkmaktadır.

Avrupa temizlik ve hijyen kâğıdı pazarının ise 2026 yılında yaklaşık 55,8 milyar USD büyüklüğe ulaşması ve 2031 yılına kadar yıllık bileşik %2,4 büyüme ile yaklaşık 62,8 milyar USD seviyesine yükselmesi öngörülmektedir. Bununla birlikte Batı Avrupa'da kişi başı tüketimin yüksek seviyelerde bulunması nedeniyle hacim tarafında daha sınırlı bir büyüme görünümü söz konusu olurken, pazar değerindeki büyümenin fiyatlama, ürün karmaşı, ev dışı tüketimdeki toparlanma ve sağlık/bakım segmentlerindeki artıştan destek bulması beklenmektedir.

2.1. Küresel Arz-Talep Dengesi

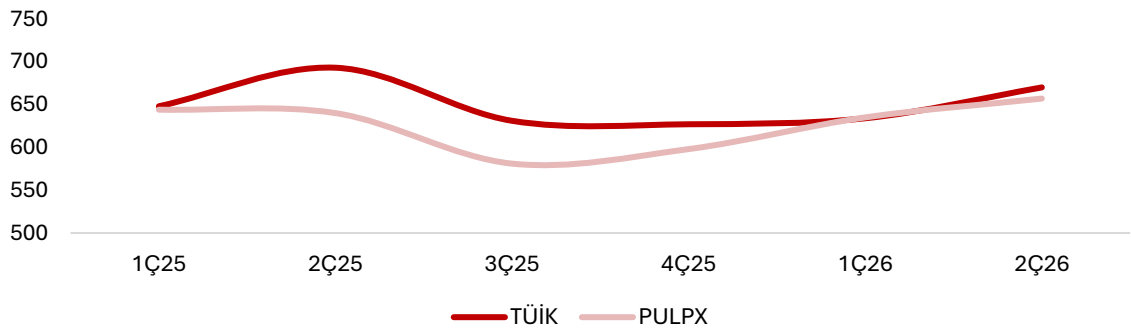
2026 yılının ilk yarısında küresel temizlik kâğıdı pazarında zayıf talep ve yüksek arz koşulları öne çıkmaktadır. Özellikle Çin'de son yıllarda devreye alınan yeni üretim kapasitelerinin iç talebin üzerinde kalması, Çinli üreticilerin ihracat pazarlarında daha agresif fiyatlama yapmasına ve küresel rekabetin artmasına neden olmaktadır. Avrupa'da da talep görünümünün zayıf seyretmesiyle birlikte küresel kapasite fazlası bobin kâğıt fiyatları üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Bu ortamda sektör açısından temel sorun yalnızca talep büyümesinin zayıflaması değil, artan kapasiteyle birlikte üreticilerin fiyatlama gücünün sınırlanmasıdır. Yüksek arz ve fiyat rekabetinin devam etmesi, üreticilerin hammadde maliyetlerindeki artışları satış fiyatlarına aktarma kabiliyetini azaltarak kısa vadeli marj görünümünü baskılamaktadır.

2.2. Selüloz Fiyatları ve Fiyat Geçirgenliği

Temizlik kâğıdı üretiminde selüloz ve enerji temel maliyet kalemleri arasında yer almaktadır. Özellikle selüloz fiyatlarının seyri sektörün ton başına üretim maliyetini doğrudan etkilerken, üreticilerin kârlılığı açısından asıl belirleyici unsur maliyet değişimlerinin satış fiyatlarına ne ölçüde ve ne kadar sürede aktarılabilirliği.

2025 yılının ikinci yarısında gerileyen selüloz fiyatları 2026 yılının ilk yarısında yeniden yükseliş eğilimine girmiştir. TÜİK verilerine göre ortalama selüloz fiyatı 4Ç25'te 627 USD/ton seviyesindeyken 1Ç26'da 634 USD/ton, 2Ç26'da ise 670 USD/ton seviyesine yükselmiştir. PULPX verileri de benzer şekilde 4Ç25'te 598 USD/ton seviyesinden 2Ç26'da 657 USD/ton seviyesine yükselişe işaret etmektedir.

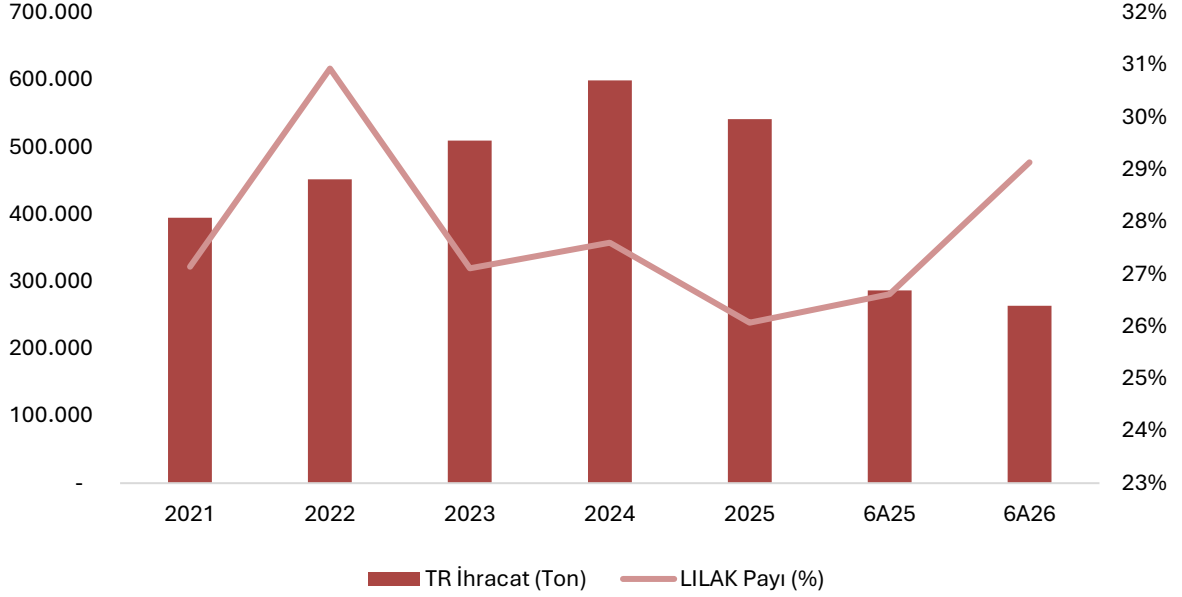


(Kaynak: TÜİK, Refinitive)

Grafik 1: Çeyreklik Selüloz Fiyatları (USD/Ton)

3. Türkiye Temizlik Kâğıdı Sektörü

Türkiye temizlik kâğıdı sektörü, iç tüketimin üzerinde konumlanan üretim kapasitesi nedeniyle ihracat ağırlıklı bir yapıya sahiptir. Sektörde yaklaşık 1,5 milyon tonluk üretim kapasitesine karşılık fiili üretimin yaklaşık 1,2 milyon ton seviyesinde bulunması, ihracatı sektör açısından yapısal bir satış kanalı haline getirmektedir. Türkiye'nin Avrupa, Orta Doğu, Kuzey Afrika, Kafkasya ve yakın Asya pazarlarına coğrafi yakınlığı da özellikle navlun maliyetleri ve teslimat süreleri açısından yerli üreticilerin ihracat kabiliyetini desteklemektedir.



(Kaynak: LILAK Faaliyet Raporu, TÜİK)

Grafik 2: Türkiye İhracat Tonajı ve LILAK İhracat Payı (Ton, %)

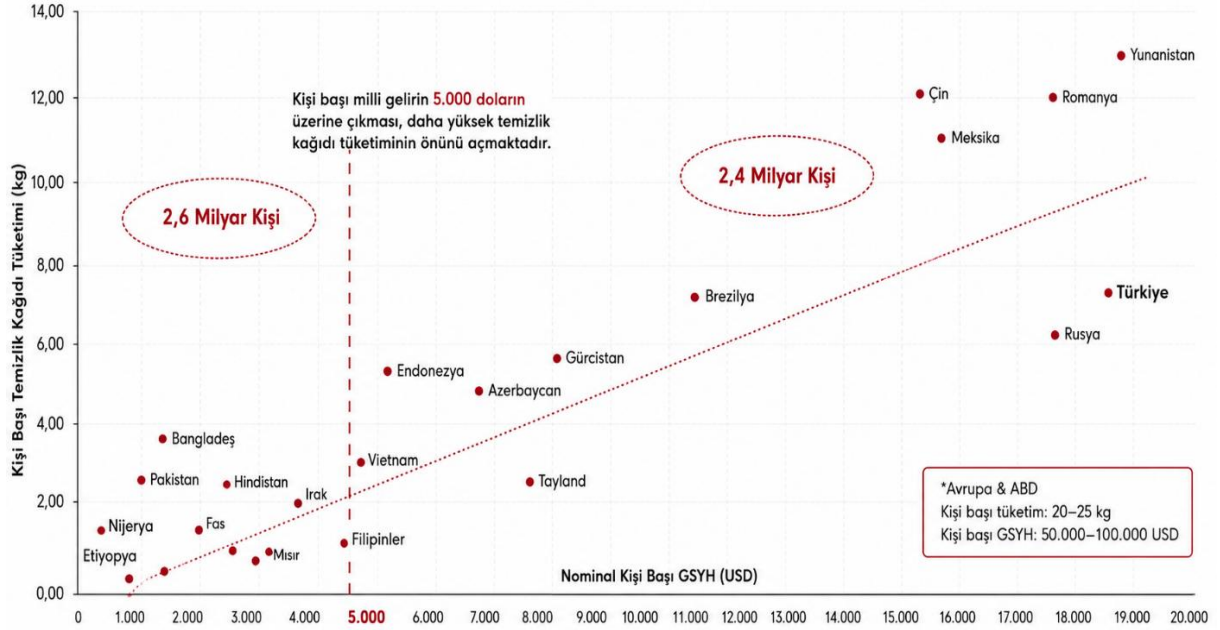
Türkiye'nin temizlik kâğıdı ihracatı 2021-2024 döneminde belirgin büyüme göstermiştir. Toplam ihracat tonajı 2021'de yaklaşık 395 bin ton seviyesindeyken 2024'te yaklaşık 599 bin tona yükselmiş, 2025 yılında ise 541 bin tona gerilemiştir. 2026 yılının ilk yarısında Türkiye'nin ihracat tonajı yıllık bazda yaklaşık %8 düşüşle 264 bin ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Aynı dönemde Lila Kağıt'ın Türkiye'nin toplam temizlik kâğıdı ihracatından aldığı pay ise %26,6'dan %29,1'e yükselmiştir. Türkiye'nin toplam ihracat hacminin daraldığı bir dönemde şirketin pazar payını artırmasını, Lila Kağıt'ın dış pazarlardaki rekabetçi konumunu koruduğuna işaret etmesi açısından olumlu değerlendiriyoruz.

3.1. İç Pazarda Kişi Başı Tüketim Büyüme Potansiyeli Sunuyor

Türkiye'nin ihracat ağırlıklı sektör yapısının yanında, iç pazarda kişi başı temizlik kâğıdı tüketiminin gelişmiş ülkelerin belirgin altında bulunması uzun vadeli büyüme potansiyeline işaret etmektedir. Gelişmiş pazarlarda kişi başı tüketimin yüksek seviyelere ulaşması hacim büyümesini sınırlarken, Türkiye'de gelir seviyesindeki artış, kentleşme, değişen tüketim alışkanlıkları ve hijyen ürünlerinin kullanımının yaygınlaşmasının kişi başı tüketimi desteklemesini bekliyoruz.

Türkiye'nin kişi başı gelir ve temizlik kâğıdı tüketimi açısından gelişmiş pazarların altında konumlanmasını, sektör açısından uzun vadeli penetrasyon alanı bulunduğuna işaret eden bir unsur olarak değerlendiriyoruz. Kişi başı tüketimde zaman içerisinde görülebilecek artışın, sektörün mevcut ihracat odaklı büyümesine ek olarak iç talep tarafından da desteklenmesine imkan sağlayabileceğini düşünüyoruz.



(Kaynak: LILAK Yatırımcı Sunumu)

Grafik 3: Kişi Başı Milli Gelir ve Kişi Başı Temizlik Kâğıdı Tüketimi

Grafikte Türkiye'nin, gelişmiş pazarlara kıyasla hem kişi başı gelir hem de temizlik kâğıdı tüketiminde daha düşük seviyelerde konumlandığını görüyoruz. Gelir seviyesindeki artışla birlikte tüketimin de kademeli olarak yükselmesini, iç pazarın uzun vadeli büyüme potansiyelini destekleyen temel unsurlardan biri olarak değerlendiriyoruz.

3.2. Türkiye'de Kapasite Kullanım Oranı

Türkiye temizlik kâğıdı sektöründe iç talebin üzerinde bulunan üretim kapasitesi, kapasite kullanım oranlarını sektörün operasyonel görünümü açısından önemli bir gösterge haline getirmektedir. 2025 yılında sektörün kapasite kullanım oranı yaklaşık %78 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2026 yılının ilk yarısında da sektör kapasite kullanım oranı yaklaşık %78 seviyesinde seyrederken 2Ç26 özelinde yaklaşık %80 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sektörün mevcut kapasitesinin iç talebin üzerinde olması nedeniyle önümüzdeki dönemde üretim artışının sürdürülebilirliği açısından iç tüketimdeki büyümenin yanında ihracat pazarlarındaki talep koşullarının da belirleyici olmaya devam edeceğini düşünüyoruz.

3.3. Kur-Enflasyon Makası Türkiye'deki İhracatçı Üreticileri Baskılıyor

Türkiye temizlik kâğıdı sektöründe ihracatın yüksek paya sahip olması, üreticilerin maliyet yapısında kur-enflasyon dengesini önemli hale getirmektedir. Selüloz gibi temel hammaddelerin döviz bazlı olması ve ihracat gelirlerinin döviz cinsinden elde edilmesi doğal bir denge yaratırken, işçilik ve çeşitli faaliyet giderlerinin TL bazında gerçekleşmesi şirketleri yurt içi enflasyona duyarlı hale getirmektedir.

Yurt içi enflasyonun döviz kurlarındaki artışın üzerinde seyretmesi durumunda TL bazlı maliyetler döviz bazında yükselirken ihracat gelirlerinin TL karşılığındaki artış aynı ölçüde gerçekleşmemektedir. Özellikle küresel fiyatlamaya ortamının zayıf olduğu ve döviz bazlı satış fiyatlarının artırılamadığı dönemlerde bu durum ihracatçı üreticilerin operasyonel marjları üzerinde baskı yaratmaktadır. Bu nedenle küresel selüloz fiyatları ve arz-talep koşullarının yanında kur-enflasyon makasını Türkiye temizlik kâğıdı sektörünün kısa vadeli kârlılık görünümü açısından temel değişkenlerden biri olarak görüyoruz.

4. Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Lila Kağıt, 2006 yılında temizlik kâğıdı üretimi amacıyla kurulmuş olup bugün bobin kâğıt üretiminden nihai tüketici ürünlerine kadar uzanan entegre iş modeliyle faaliyet göstermektedir. Şirket, Tekirdağ Ergene'de 300 bin m² alana yayılan üretim tesisinde yıllık 271 bin ton brüt kâğıt üretim kapasitesine sahip olup, mevcut kapasitesiyle Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'nın önde gelen temizlik kâğıdı üreticileri arasında yer almaktadır. Şirket ayrıca 2026 yılında Erzurum yatırımının ilk fazını oluşturan konverting tesisinde üretim ve satış faaliyetlerine başlamıştır.

Lila Kağıt'ın faaliyet yapısı temel olarak bobin kâğıt üretimi ve konverting olmak üzere iki ana segmentten oluşmaktadır. Bobin kâğıt tarafında şirket, ürettiği yarı mamul ürünleri yurt içi ve yurt dışındaki konverting üreticilerine satarken; üretimin bir bölümünü kendi konverting tesislerinde işleyerek tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, mendil ve peçete gibi nihai tüketici ürünlerine dönüştürmektedir. Ergene tesisinde dört kâğıt üretim hattının yanı sıra, üç konverting tesisinde 8 rulo üretim hattı ve 18 katlamalı ürün üretim hattı olmak üzere toplam 26 üretim hattı bulunmaktadır.

Şirket nihai tüketici tarafında Sofia, Maylo ve Ultra Berrak markalarıyla yurt içinde, Nua markasıyla ise ağırlıklı olarak yurt dışı pazarlarda faaliyet göstermektedir. Ev dışı tüketim kanalında Nua Professional markasıyla yer alan şirket, kendi markalarının yanında özel markalı ürün üretimi de gerçekleştirmektedir. Lila Kağıt ürünleri Türkiye'de 80 binin üzerinde satış noktasında tüketiciyle buluşurken, şirket beş kıtada 80'in üzerinde ülkeye yarı mamul ve mamul ihracatı gerçekleştirmektedir.

Bobin ve konverting faaliyetlerinin aynı yapı altında bulunmasını şirketin iş modelinin önemli avantajlarından biri olarak değerlendiriyoruz. Bobin kâğıt üretimi yüksek üretim ölçeği ve geniş ihracat ağı sağlarken, üretilen bobinin konverting tesislerinde nihai ürüne dönüştürülmesi daha yüksek katma değerli ürünlere geçişe imkan vermektedir. Bu doğrultuda önümüzdeki dönemde yalnızca toplam üretim ve satış hacmindeki büyümeyi değil, konverting ve markalı ürünlerin satış karmasındaki gelişimini de şirketin operasyonel performansı açısından önemli görüyoruz.

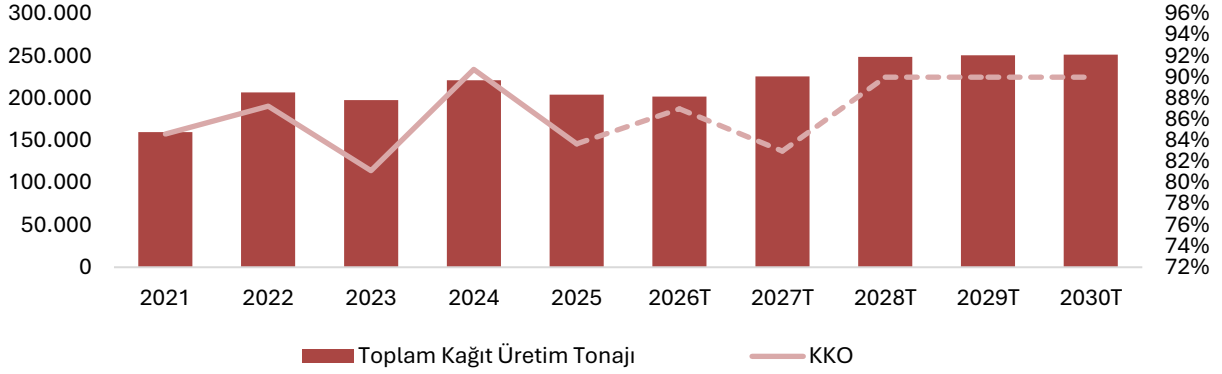


4.1. Ölçeklenen Üretim Kapasitesi

Lila Kağıt'ın üretim kapasitesi son yıllarda gerçekleştirilen yatırımlarla kademeli olarak artmıştır. İlk kâğıt üretim hattını 2007 yılında devreye alan şirket, 2020 yılında TM3 yatırımıyla yıllık brüt kapasitesini 205 bin tona, 2022 yılında devreye alınan TM4 hattıyla ise 271 bin tona yükseltmiştir. Konverting tarafında gerçekleştirilen yatırımlarla da yıllık brüt teorik kapasite 2023 yılında 120 bin tona ulaşmıştır.

2025 yılında 204,2 bin ton kâğıt üretimi gerçekleştiren şirketin kapasite kullanım oranı, 244 bin tonluk net kapasite üzerinden %84 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2026 yılında üretim tarafında güçlenme görülürken, kapasite kullanım oranı ilk çeyrekte %86, ikinci çeyrekte %92 seviyesine yükselmiş ve ilk yarıda %89 olarak gerçekleşmiştir. Mevcut net kapasitenin etkin kullanımını olumlu değerlendirirken, sektör kapasite kullanım oranının yaklaşık %78 seviyesinde bulunması da Lila Kağıt'ın sektör ortalamasının üzerinde üretim performansı sergilediğine işaret etmektedir.

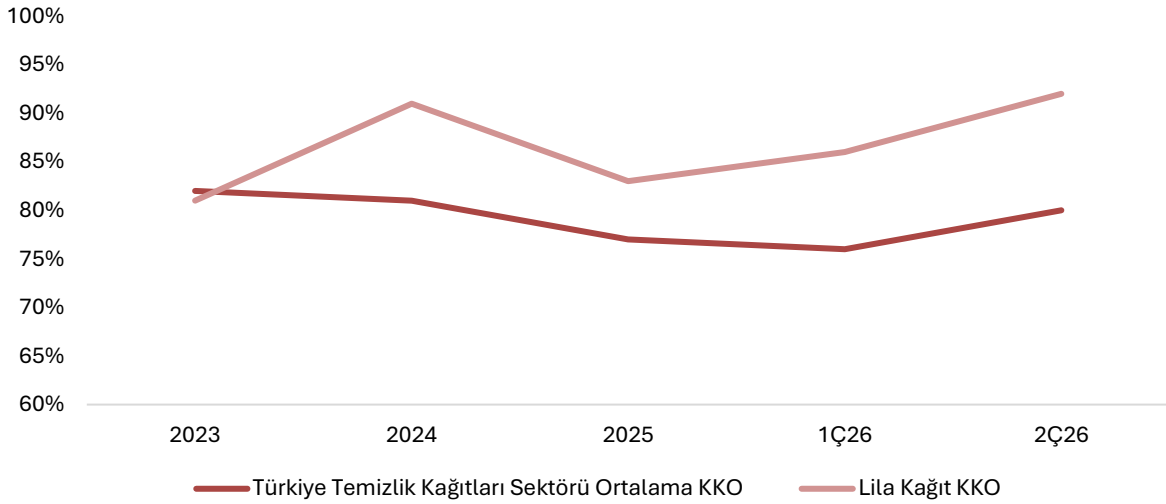
Önümüzdeki dönemde kapasite büyümesinin ana kaynağını Erzurum yatırımı oluşturacaktır. Yatırımın ikinci fazında, 2027 yılında kademeli olarak devreye alınması planlanan TM5 hattının 2028 yılında yıllık 70 bin ton brüt kapasiteye ulaşmasıyla, şirketin toplam brüt kâğıt üretim kapasitesinin 271 bin tondan 341 bin tona yükselmesi hedeflenmektedir. Böylece mevcut kapasiteye göre yaklaşık %26'lık ilave üretim kapasitesi oluşacaktır.



(Kaynak: LILAK Faaliyet Raporu, Marbaş Araştırma)

Grafik 4: Toplam Kâğıt Üretimi ve KKO Projeksiyonu (Ton, %)

Mevcut kapasitenin yüksek kullanım oranıyla çalışmasıyla birlikte 2026 yılında üretim hacminde artış bekliyoruz. 2027 yılında TM5 hattının devreye girmesiyle oluşacak ilave kapasitenin üretim hacminde yeni bir büyüme alanı yaratacağını, yatırımın ilk döneminde kapasite kullanım oranında görülebilecek normalleşmenin ardından ise kullanım oranının kademeli olarak yeniden yükselmesini öngörüyoruz.



(Kaynak: EVDS, LILAK Yatırımcı Sunumu)

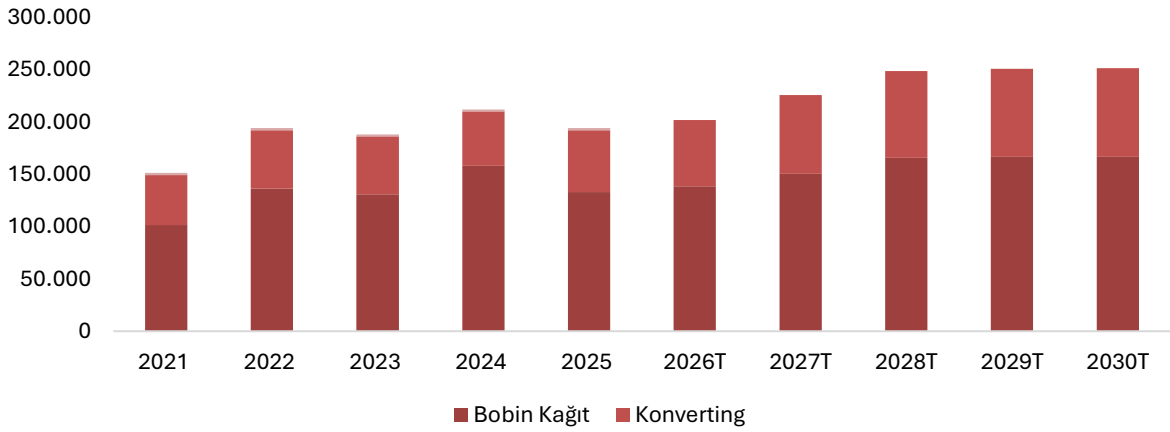
Grafik 5: Türkiye Temizlik Kâğıtları Sektörü ve Lila Kâğıt KKO (%)

Lila Kağıt'ın kapasite kullanım oranının incelenen dönem boyunca sektör ortalamasının üzerinde seyrettiğini görüyoruz. Özellikle 2026 yılında şirket ile sektör arasındaki farkın açılmasını, sektör genelindeki daha zayıf kapasite kullanımına karşın Lila Kağıt'ın üretim altyapısını etkin kullanmaya devam ettiğine işaret etmesi açısından olumlu değerlendiriyoruz.

4.2. Satış Hacmi ve İhracat Yapısı

Lila Kağıt'ın satış yapısında yüksek ihracat payı öne çıkarken, bobin kâğıt ve konverting ürünlerin farklı satış dinamiklerine sahip olduğunu görüyoruz. Bobin kâğıt tarafında ihracat ağırlıklı bir yapı bulunurken, konverting ürünlerde yurt içi satışların yanında şirketin kendi markaları ve özel markalı ürünler aracılığıyla dış pazarlardaki varlığını da artırdığını takip ediyoruz. 1Y26 itibarıyla yurt dışı satışlar toplam satış tonajının %76'sını oluştururken, bobin kâğıt satışlarının yaklaşık %97'si ihracat pazarlarına gerçekleştirilmiştir. Şirketin son dört yıldır 62 ülkede 100'ün üzerinde müşteriye düzenli satış gerçekleştirmesini, müşteri ve coğrafya çeşitliliği açısından olumlu değerlendiriyoruz.

2025 yılında toplam 192,2 bin ton satış gerçekleştiren şirket, 2026 yılının ilk yarısında 69,2 bin ton bobin kâğıt ve 31,7 bin ton konverting olmak üzere toplam 100,9 bin ton satış hacmine ulaşmıştır. 2Ç26'da toplam satış tonajının yıllık %6,3 artarak 52,6 bin tona yükselmesiyle şirket beş çeyrek sonra yeniden yıllık bazda hacim büyümesi kaydetmiştir. Aynı dönemde konverting satış tonajının %13,5, konverting ihracatının ise %35,4 artmasını satış hacmindeki toparlanmanın yanında ürün karması açısından da olumlu değerlendiriyoruz.



(Kaynak: LİLAK Faaliyet Raporu, Marbaş Araştırma)

Grafik 6: Bobin ve Konverting Satış Hacmi (Ton)

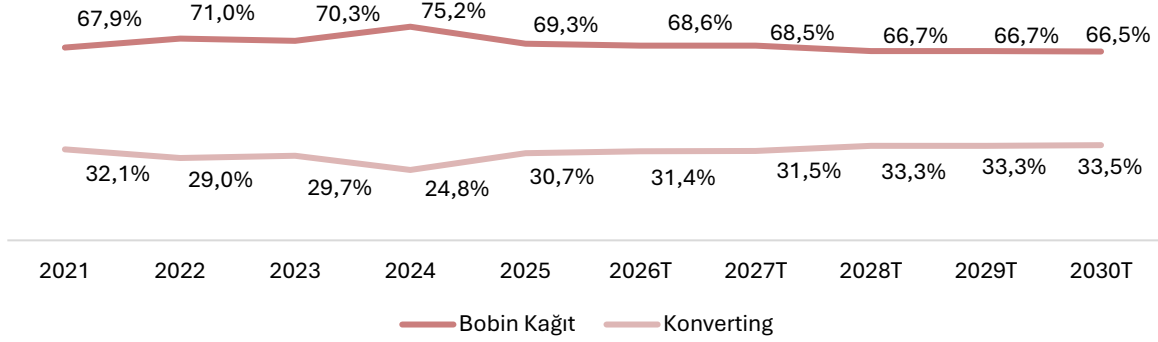
Satış hacminin 2026 yılından itibaren yeniden büyüme eğilimine girmesini beklerken, 2027 yılında TM5'in devreye girmesiyle toplam satış hacminde daha belirgin bir artış öngörüyoruz. Bununla birlikte konverting satışlarının bobin satışlarına kıyasla daha güçlü büyümesini, şirketin daha yüksek katma değerli ürünlere yönelme stratejisini destekleyen bir gelişme olarak değerlendiriyoruz. 2026 yılı özelinde ise büyüme beklentilerimizi daha temkinli varsayımlarla şekillendiriyoruz.

4.3. Konverting Satışlarının Artan Payı Ürün Karmasını Destekliyor

Lila Kağıt'ın satış hacmindeki büyümenin yanında satış kompozisyonundaki değişimi de önemli buluyoruz. Konverting ürünler, bobin kâğıdın nihai tüketici ürününe dönüştürülmesiyle daha ileri bir üretim aşamasını temsil ederken, şirketin kendi markaları ve özel markalı ürünler aracılığıyla doğrudan nihai ürün pazarında faaliyet göstermesine imkan sağlamaktadır.

2025 yılında 59,1 bin ton seviyesinde gerçekleşen konverting satışlarının modelimizde 2026 yılında 63,5 bin tona, 2027 yılında ise 75,2 bin tona yükselmesini bekliyoruz. Bobin satışlarının ise aynı dönemde 133,1 bin tondan sırasıyla 138,5 bin ton ve 150,6 bin tona yükselmesini öngörüyoruz.

Konverting satışlarının toplam hacim içerisindeki payının artmasını yalnızca satış hacmi açısından değil, şirketin ürün karmasının gelişimi açısından da olumlu değerlendiriyoruz. Özellikle markalı ve premium ürünlerin konverting satışları içerisindeki ağırlığının artmasının ton başına gelir ve kârlılığı destekleyebileceğini düşünüyoruz.



(Kaynak: LİLAK Faaliyet Raporu, Marbaş Araştırma)

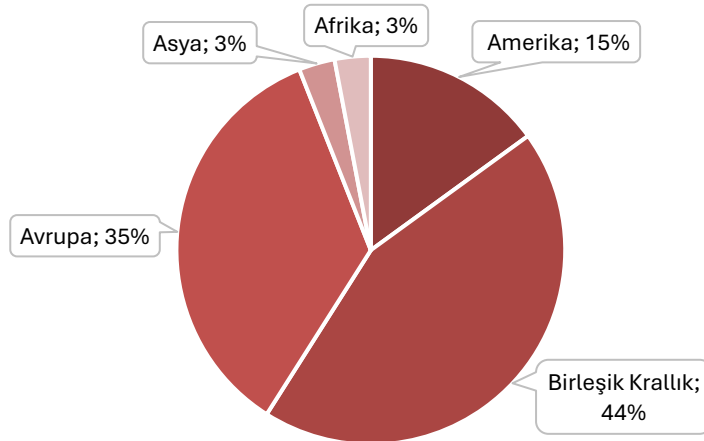
Grafik 7: Bobin ve Konverting Satış Dağılımı (%)

Projeksiyon döneminde konverting ürünlerin toplam satış hacmi içerisindeki payının kademeli olarak artmasını bekliyoruz. Satış karmasının daha yüksek katma değerli ürünlere doğru kaymasının, kapasite artışının yanında ton başına kârlılıktaki iyileşmenin de temel unsurlarından biri olacağını düşünüyoruz.

4.4. Geniş İhracat Ağı Coğrafi Çeşitlilik Sağlıyor

Lila Kağıt'ın yüksek ihracat oranının yanında satışlarının geniş bir coğrafyaya yayılması, şirketin tek bir ülke veya bölgedeki talep koşullarına bağımlılığını sınırlamaktadır. Şirket beş kıtada 80'in üzerinde ülkeye ihracat gerçekleştirirken, bobin kâğıt tarafında ihracatın satışlar içerisindeki payı oldukça yüksek seviyelerde bulunmaktadır. Konverting tarafında ise şirket 30'un üzerinde ülkeye satış gerçekleştirirken kendi markalarıyla 27 ülkede faaliyet göstermektedir.

Satışların coğrafi dağılımında uzak pazarların yüksek paya sahip olması şirketin geniş ihracat kabiliyetini gösterirken, Erzurum yatırımının devreye alınmasıyla birlikte yakın pazarlardaki ağırlığın zaman içerisinde artmasını bekliyoruz. Özellikle Kafkasya, Orta Doğu ve Türkiye Cumhuriyetleri gibi pazarlara lojistik yakınlığın konverting ürün ihracatı açısından yeni büyüme alanı yaratabileceğini düşünüyoruz.



(Kaynak: LİLAK Yatırımcı Sunumu)

Grafik 8: İhracatın Coğrafi Dağılımı (2Ç26, %)

İhracat hacminin yaklaşık yarısının uzak pazarlarda gerçekleştirilmesi, şirketin geniş ihracat erişimini ortaya koyarken, yurt içi ve yakın pazarların dengeli katkısı coğrafi çeşitliliği desteklemektedir. Erzurum yatırımının özellikle yakın pazarlara yönelik konverting satışlarını artırmasıyla birlikte orta vadede coğrafi satış karmasında kademeli bir değişim görülebileceğini düşünüyoruz.

4.5. Erzurum Yatırımı: Yakın Pazarlarda Büyüme Potansiyeli

Lila Kağıt'ın orta vadeli büyüme stratejisinin en önemli ayağını Erzurum fabrika yatırımı oluşturuyor. İki faz halinde planlanan yatırımın ilk fazını oluşturan konverting tesisi 8 Haziran 2026 itibarıyla tamamlanarak üretim ve satış faaliyetlerine hazır hale gelmiştir. İlk aşamada Ergene tesisinde üretilen bobin kâğıtların Erzurum'a taşınarak tuvalet kâğıdı, kâğıt havlu, mendil ve peçete gibi nihai ürünlere dönüştürülmesi planlanmaktadır.

Yatırımın ilk fazında kapasite artışından ziyade konverting üretiminin tüketim ve ihracat pazarlarına yaklaştırılmasını önemli buluyoruz. Erzurum'un konumu sayesinde şirketin mevcut ihracat pazarları olan Gürcistan, Azerbaycan ve Irak'a yönelik taşıma mesafesinin azalması ve lojistik avantaj sağlanması hedeflenmektedir. Şirket ayrıca Kafkasya, Orta Asya, Orta Doğu'daki yeni pazarlara erişimini artırmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda Faz I'nin yakın pazarlardaki konverting satışlarının büyümesini ve şirketin coğrafi satış karmaşasının çeşitlenmesini destekleyebileceğini düşünüyoruz.

İkinci fazda ise yıllık 70 bin ton brüt kapasiteye sahip TM5 kâğıt üretim hattının 2027 yılında kademeli olarak devreye alınmaya başlanması ve 2028 yılında tam kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir. TM5 ile birlikte şirketin yıllık brüt bobin kâğıt üretim kapasitesinin 271 bin tondan 341 bin tona yükselmesi beklenmektedir.



Faz I ile başlayan konverting üretiminin yakın pazarlardaki satış kabiliyetini güçlendirmesini, TM5'in devreye alınmasıyla birlikte ise Erzurum'un bobin üretiminden nihai ürüne uzanan daha entegre bir üretim yapısına kavuşmasını bekliyoruz. Bu yapının taşıma ihtiyacını azaltarak lojistik verimliliği desteklemesinin yanı sıra şirketin yakın coğrafyalardaki büyüme potansiyelini artırabileceğini düşünüyoruz.

4.6. Yenilenebilir Enerji Yatırımları: Enerji Maliyetinde Yapısal İyileşme

Enerji, temizlik kâğıdı üretiminde selülozun yanında önemli maliyet kalemlerinden biri konumunda bulunurken, Lila Kağıt yenilenebilir enerji yatırımlarıyla elektrik tüketiminin daha büyük bölümünü kendi üretiminden karşılamayı hedeflemektedir. Şirketin Ergene tesisinde 12,5 MW kurulu güce sahip GES yatırımı devrede bulunurken, Bitlis tesisinde 28,1 MW kurulu güce sahip GES projesi bulunmaktadır. 1Y26 itibarıyla yenilenebilir kaynaklardan sağlanan elektriğin toplam elektrik tüketimi içerisindeki payı %8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket, 2030 yılına kadar yenilenebilir enerji kurulu gücünü 50 MW'a çıkarmayı ve elektrik tüketiminin en az %25'ini yenilenebilir kaynaklardan karşılamayı hedeflemektedir.

Bu doğrultuda yenilenebilir enerji yatırımları farklı lokasyonlarda devam ederken, Erzurum fabrika arazisinde planlanan GES yatırımı için fizibilite ve değerlendirme süreci sürmektedir. Bu yatırımları yalnızca sürdürülebilirlik hedefleri açısından değil, şirketin orta vadeli maliyet yapısını ve operasyonel kârlılığını destekleyebilecek bir unsur olarak değerlendiriyoruz.

Modelimizde enerji maliyetlerinin satılan mal maliyeti içerisindeki payının projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak gerilemesini öngörüyoruz. Yenilenebilir enerji üretimindeki artışın, özellikle 2027 sonrasında ton başına üretim maliyetinin kontrol altında tutulmasına ve ton başına FAVÖK'teki toparlanmaya katkı sağlamasını bekliyoruz.

4.7. Akıllı Depo ve Otomasyon Yatırımları

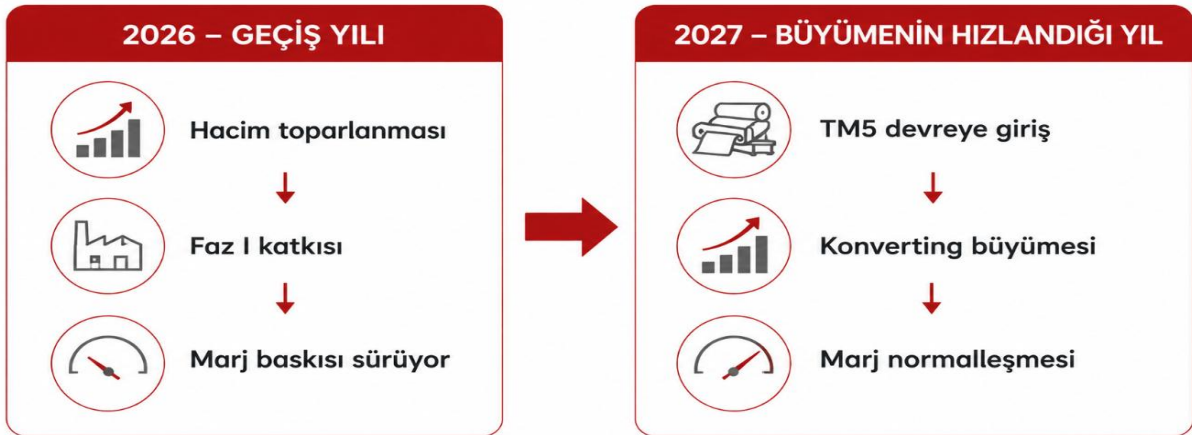
Akıllı depo ve otomasyon yatırımları kapsamında, Ergene tesisinde üretim hatlarının depoya otomatik taşınması, depo operasyonlarının yazılım destekli yönetilmesi ve süreçlerin uçtan uca izlenebilirliğinin artırılmasına yönelik çalışmalar sürdürülmektedir. Söz konusu yatırımların yıllık yaklaşık 2,5-3,0 milyon USD verimlilik potansiyeli yaratması beklenmektedir.

5. Finansal Görünüm ve Projeksiyonlar

2026 yılının ilk yarısında satış hacmi tarafında kademeli toparlanma sinyalleri görülmesine karşın, zayıf döviz bazlı fiyatlandırma ve kur-enflasyon makasının operasyonel kârlılık üzerindeki baskısının devam ettiğini görüyoruz. 2026'da toplam satış hacminin yıllık %6,3 artarak 52,6 bin tona ulaşmasını olumlu değerlendirirken, aynı dönemde FAVÖK marjının %16,6 seviyesinde kalması hacim toparlanmasının henüz kârlılığa aynı ölçüde yansımadağına işaret etmektedir.

Bu doğrultuda 2026 yılını Lila Kağıt açısından hacim büyümesinin yeniden başladığı ancak marj normalleşmesinin henüz tamamlanmadığı bir geçiş yılı olarak değerlendiriyoruz. Yılın ikinci yarısında Erzurum Faz I'nin katkısıyla konverting satışlarının büyümeye devam etmesini beklerken, küresel fiyatlandırma koşulları ve kur-enflasyon makası nedeniyle kârlılıktaki toparlanmanın hacim büyümesine kıyasla daha sınırlı kalmasını öngörüyoruz.

2027 yılından itibaren ise görünümün belirgin şekilde değişmesini bekliyoruz. TM5 hattının devreye girmesiyle oluşacak ilave üretim kapasitesi, Erzurum konverting tesisinin artan katkısı, satış karmasında daha yüksek katma değerli ürünlerin ağırlığının yükselmesi ve yenilenebilir enerji yatırımlarının maliyet tarafındaki katkısının büyümeyi desteklemesini öngörüyoruz.

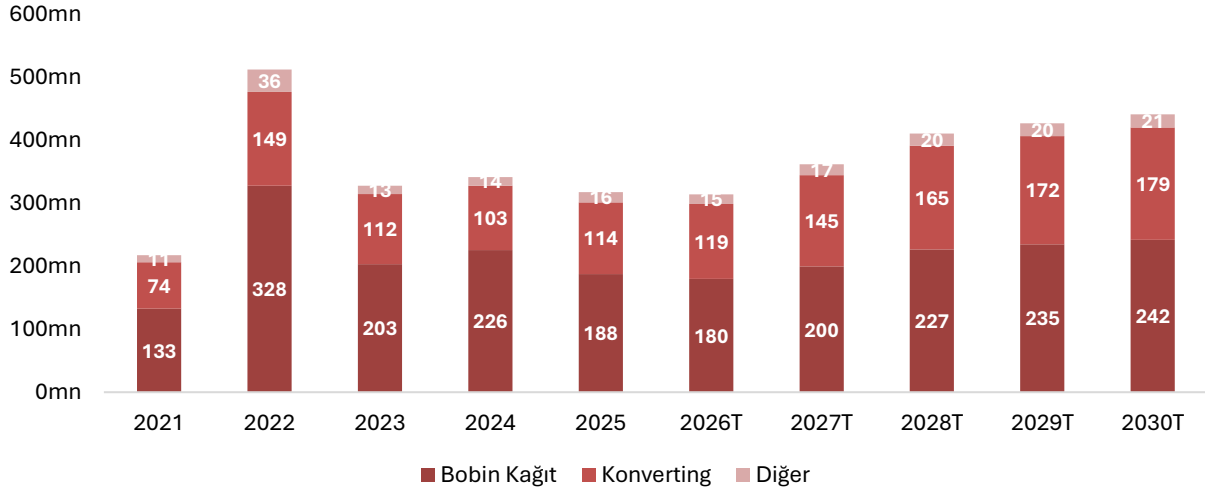


5.1. 2027 İtibarıyla Satış Gelirlerinde Büyümenin Hızlanmasını Bekliyoruz

Modelimizde 2026 yılında toplam satış hacminin yaklaşık 202 bin ton seviyesine ulaşmasını öngörüyoruz. 2027 yılında TM5 hattının devreye girmesi ve Erzurum yatırımının üretime katkısının artmasıyla toplam satış hacminin yaklaşık 225,8 bin tona yükselmesini bekliyoruz. Bu dönemde büyümenin yalnızca ilave bobin kâğıt kapasitesinden değil, konverting satışlarındaki artıştan da desteklenmesini öngörüyoruz.

Satış hacmindeki artışa paralel olarak USD bazlı net satışların 2026 yılında yaklaşık 314,5 milyon USD seviyesinde gerçekleşmesini, 2027 yılından itibaren ise büyümenin hızlanmasını bekliyoruz. Modelimizde net satışların 2030 yılında yaklaşık 442 milyon USD seviyesine ulaşmasını öngörürken, 2026-2030 döneminde USD bazında yaklaşık %8,9 yıllık bileşik büyüme hesaplıyoruz.

Satış gelirlerindeki büyümenin temel belirleyicilerini artan üretim kapasitesi, konverting satış hacmindeki yükseliş ve ürün karmasındaki iyileşme olarak görüyoruz. Bu nedenle projeksiyon döneminde yalnızca toplam satış tonajındaki değişimi değil, satışların bobin ve konverting arasındaki dağılımını da gelir büyümesinin önemli bir unsuru olarak değerlendiriyoruz.



(Kaynak: LILAK Faaliyet Raporu, Marbaş Araştırma)

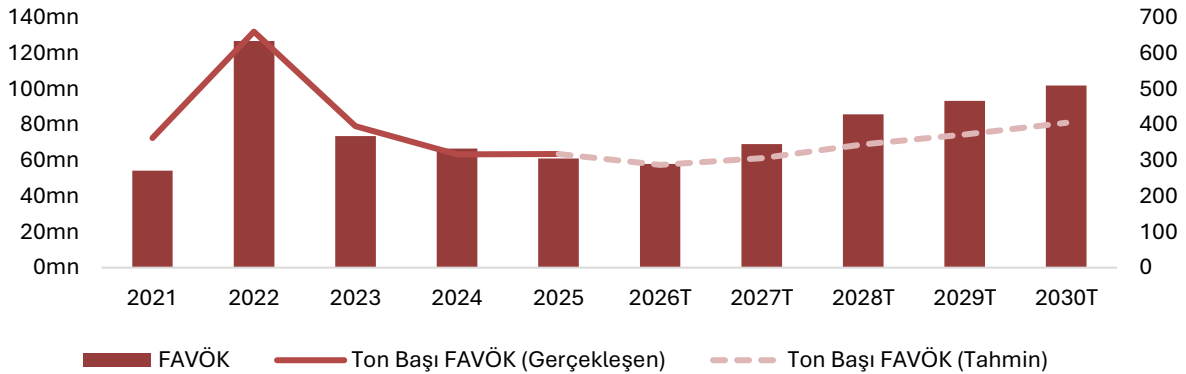
Grafik 10: Hasılat Kırılımı Bileşenleri (USD)

2026 yılındaki sınırlı gelir görünümünün ardından TM5'in kapasite katkısı ve konverting satışlarındaki büyümeyle 2027 itibarıyla USD bazlı satış gelirlerinde yeniden ivmelenme bekliyoruz. Projeksiyon döneminde hacim artışının yanında ürün karmasındaki iyileşmenin de gelir büyümesini desteklemesini öngörüyoruz.

5.2. Kârlılıkta Ana Hikaye Ton Başına FAVÖK'teki Normalleşme

2026 yılında operasyonel kârlılık üzerindeki baskının devam etmesini bekliyoruz. Döviz bazlı satış fiyatlarının zayıf seyri ve TL bazlı maliyetlerdeki artış nedeniyle ton başına FAVÖK'ün 2025 yılındaki yaklaşık 318 USD seviyesinden 2026 yılında 288 USD seviyesine gerilemesini öngörüyoruz. Bu görünüm doğrultusunda 2026 yılını projeksiyon döneminde ton başına kârlılığın dip yaptığı yıl olarak modelliyoruz.

2027 yılından itibaren ise fiyat-maliyet makasındaki normalleşme, konverting ürünlerin satış karmasındaki artan payı, TM5'in sağlayacağı ölçek ekonomisi ve yenilenebilir enerji yatırımlarının maliyet katkısıyla ton başına FAVÖK'te kademeli toparlanma bekliyoruz. Ton başına FAVÖK tahminimiz 2027 için 306 USD, 2028 için 345 USD, 2029 için 372 USD ve 2030 için 405 USD seviyesinde bulunuyor.



(Kaynak: LILAK Faaliyet Raporu, Marbaş Araştırma)

Grafik 11: FAVÖK ve Ton Başına FAVÖK Projeksiyonu (USD)

2026 yılında dip seviyeye gerilemesini beklediğimiz ton başına FAVÖK'ün, 2027 itibarıyla ürün karması, ölçek ekonomileri ve maliyet avantajlarının katkısıyla kademeli olarak toparlanmasını öngörüyoruz. Ton başına kârlılıktaki normalleşmenin artan satış hacmiyle birleşmesini, orta vadeli FAVÖK büyümesinin ana belirleyicisi olarak görüyoruz.

6. Modelleme ve Değerleme

Önümüzdeki dönemde büyümenin ana belirleyicisinin Erzurum yatırımı ve konverting satışlarındaki artış olmasını bekliyoruz. 2026 yılını hacim tarafındaki toparlanmaya karşın kur-enflasyon makası ve zayıf fiyatlama koşullarının kârlılığı baskılamaya devam ettiği bir geçiş yılı olarak değerlendirirken, 2027 yılında TM5 hattının kademeli olarak devreye girmesiyle yıllık brüt kâğıt üretim kapasitesinin 2028 yılında 271 bin tondan 341 bin tona yükselmesini bekliyoruz. Artan üretim kapasitesinin konverting tarafındaki büyümeyle desteklenmesinin satış hacmini ve ürün karmasını güçlendireceğini; yenilenebilir enerji ve akıllı depo yatırımlarının sağlayacağı maliyet avantajıyla birlikte ton başına kârlılığın 2027 yılından itibaren kademeli olarak normalleşeceğini öngörüyoruz.

6.1. İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Analizi

LILAK (USD)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Satışlar	314.474.090	362.292.877	411.292.431	427.394.292	442.032.676
%	-1,1%	15,2%	13,5%	3,9%	3,4%
FVÖK	36.708.602	45.234.789	59.473.309	66.918.738	75.485.251
%	11,7%	12,5%	14,5%	15,7%	17,1%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	32.120.027	36.187.831	44.604.982	50.189.054	56.613.939
Amortisman	21.384.238	23.911.330	26.322.716	26.498.446	26.521.961
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-13.052.934	9.851.565	7.736.875	-74.352	-1.502.484
Yatırım Harcamaları	-40.881.632	-32.606.359	-16.451.697	-14.958.800	-13.260.980
Serbest Nakit Akışı	25.675.567	17.641.237	46.739.126	61.803.052	71.377.403
İndirgenmiş Nakit Akışı	24.107.584	14.611.770	34.164.618	39.868.333	40.635.076
İskonto Faktörü	0,94	0,83	0,73	0,65	0,57

Hedef Fiyat (TL)	51,71		12,31%	12,81%	13,31%	13,81%	14,31%
SNA Toplam	153.387.382	3,5%	58,81	56,84	55,07	53,47	52,02
Artık Değer	361.686.639	3,0%	56,67	54,91	53,32	51,88	50,56
Firma Değeri	515.074.021	2,5%	54,75	53,17	51,73	50,43	49,23
Net Borç	-116.877.000	2,0%	53,02	51,59	50,29	49,10	48,00
Özsermaye Değeri	631.951.021	1,5%	51,45	50,15	48,96	47,87	46,87
Sermaye	590.000.000						

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
ERP	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Özsermaye Oranı	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%
Borç Oranı	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Borç Maliyeti	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
AOSM	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%	13,4%

Hasılat (USD)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bobin Kağıt	180.111.614	200.129.857	227.189.383	235.181.232	242.186.630
Konverting	119.387.520	144.910.978	164.517.694	171.860.951	178.796.871
Diğer	14.974.957	17.252.042	19.585.354	20.352.109	21.049.175
Toplam Hasılat	314.474.090	362.292.877	411.292.431	427.394.292	442.032.676

Fiyat (USD/Ton)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bobin Kağıt	1.300	1.329	1.369	1.410	1.452
Konverting	1.880	1.927	1.984	2.044	2.108
Ortalama Fiyat	1.556	1.605	1.653	1.704	1.757

Üretim (Ton)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bobin Kağıt	146.611	153.660	168.480	168.480	168.480
Konverting	67.200	76.735	84.185	84.930	85.675
Toplam Üretim	213.811	230.395	252.665	253.410	254.155

Satış Hacmi (Ton)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Bobin Kağıt	138.547	150.587	165.953	166.795	166.795
Konverting	63.504	75.200	82.922	84.081	84.818
Toplam Satış	202.051	225.787	248.875	250.876	251.613

Selülöz Fiyatları (USD/Ton)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ortalama Fiyat	630	660	680	700	720

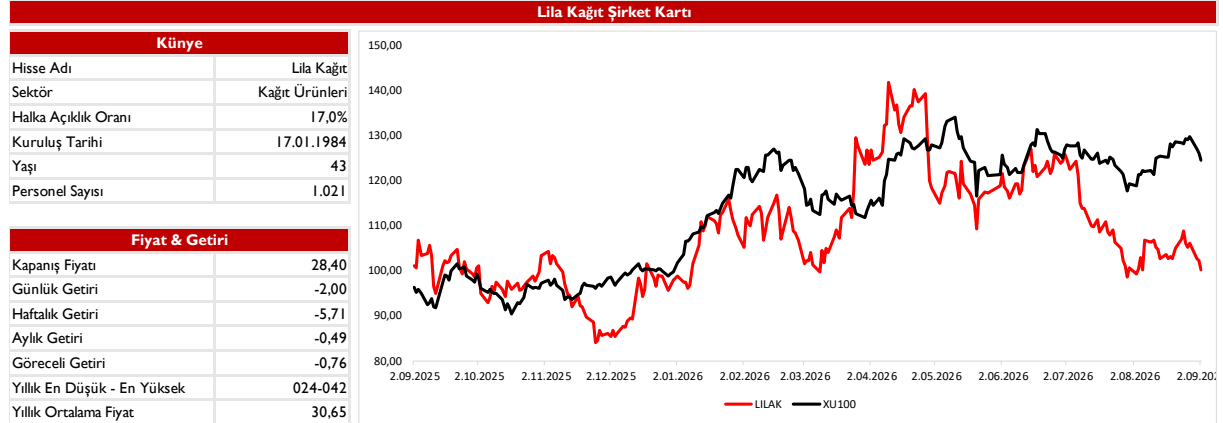
6.2. Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK)

Şirket Adı	ROE	FVÖK (%)	FAVÖK (%)	Brüt Kâr (%)	Piyasa Değeri	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
Kimberly-Clark Corporation	89,6%	16,6%	21,1%	37,3%	36.696.771.053	27,15	20,97	11,54
Essity AB (publ)	A.D.	13,4%	18,5%	32,6%	20.124.573.081	15,86	2,06	8,27
UNICHARM CORPORATION	8,2%	11,5%	16,6%	39,1%	11.489.079.073	26,41	2,08	9,28
Kimberly-Clark de Mexico SAB de CV	A.D.	21,8%	25,5%	38,9%	6.935.376.769	15,78	16,30	8,98
C&S Paper Co Ltd	7,0%	5,4%	10,3%	34,0%	1.349.269.078	22,73	1,61	10,60
Tianjin Yiyi Hygiene Products Co Ltd	7,3%	12,6%	16,4%	19,8%	448.585.795	22,18	1,63	17,06
Hangzhou Coco Healthcare Products Co Ltd	2,6%	2,2%	7,9%	23,0%	371.646.471	A.D.	1,81	A.D.
Yuen Foong Yu Consumer Products Co Ltd	15,4%	9,4%	13,8%	26,0%	320.467.577	12,41	1,83	7,53
Suominen Oyj	A.D.	A.D.	2,8%	6,4%	108.734.272	A.D.	0,79	15,65
Europap Tezol Kagit Sanayi Ve Ticaret AS	2,6%	4,5%	8,8%	12,8%	100.862.426	32,26	0,74	9,49
KP Tissue Inc	12,5%	A.D.	A.D.	A.D.	92.110.558	14,49	1,76	A.D.
Hyfusin Group Holdings Ltd	10,4%	13,8%	14,5%	31,6%	42.181.939	4,36	0,43	A.D.
Kleannara Co Ltd	A.D.	A.D.	0,9%	12,2%	32.800.765	A.D.	0,34	A.D.
Havix Corp	7,5%	3,5%	5,6%	19,2%	24.943.098	6,83	0,50	3,65
Ortalama	16,3%	10,4%	12,5%	25,6%		18,22	3,77	10,20
Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,0%	13,6%	18,2%	30,1%	338.988.021	14,79	0,89	4,02

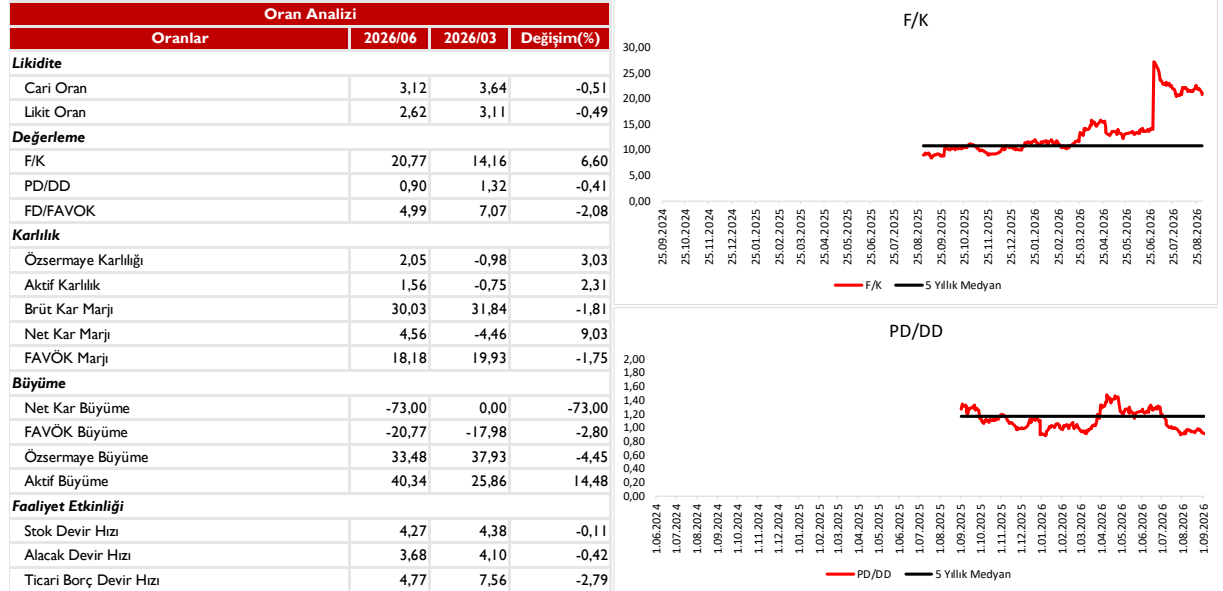
Hedef Fiyat (TL)	58,09
2026T FAVÖK	58.092.840
FD/FAVÖK	10,20
Firma Değeri	592.744.539
Net Borç	-116.877.000
Özsermaye Değer	709.621.539
Sermaye	590.000.000

Hedef fiyatımızı, %50 ağırlık verdiğimiz İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) analizi ile %50 ağırlık verdiğimiz piyasa çarpanları analizini birlikte kullanarak belirliyoruz. İNA analizimizde WACC hesaplamasında risksiz faiz oranı ve değişken AOSM varsayımları kullanılmıştır. Bu çerçevede LİLAK için 54,90 TL hedef fiyat ile AL tavsiyemizi başlatıyoruz.

Hedef Fiyat (TL)	54,90
FD/FAVÖK	50%
İNA	50%



Özet Bilanço				Özet Bilanço				
Kalemler	2026/06	2026/03	Değişim(%)	Items	2026/06	2026/03	2025/12	Değişim(%)
Dönen Varlıklar	14.294	11.427	25,09	Net Satışlar	7.271	3.190	13.604	-46,55
Nakit ve Benzerleri	7.054	5.605	25,86	Yurt İçi Satışlar	2.303	1.069	4.536	-49,22
Stoklar	2.241	1.655	35,40	Yurt Dışı Satışlar	4.968	2.120	9.068	-45,21
Ticari Alacaklar	3.791	3.382	12,12	Diğer Satışlar	0	0	0	a.d
Duran Varlıklar	10.556	9.715	8,65	Satışların Maliyeti	5.088	2.174	9.513	-46,52
Maddi Duran Varlıklar	9.421	8.316	13,29	İskontolar	0,00	0,00	0,00	a.d
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	68	65	5,77	İndirimler	0,00	0,00	0,00	a.d
Aktifler	24.849	21.142	17,54	Brüt Kar	2.183	1.016	4.090	-46,62
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.576	3.143	45,62	Faaliyet Giderleri	1.342	604	2.295	-41,50
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.757	1.182	48,61	Esas Faaliyet Karı	841	411	1.795	-53,17
Toplam Borç	6.333	4.325	46,44	Amortisman	481	224	818	-114,49
Net Borç	-5.441	-4.651	-16,99	FAVÖK	1.322	636	0	107,98
Sermaye	590	590	0,00	Vergi Öncesi Kar	216	-117	1.606	-86,53
Özkaynaklar	18.516	16.817	10,10	Ana Ortaklık Net Kar	332	-142	1.704	-80,53



YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Marbaş Menkul Değerler tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Yatırım sinyal, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan sinyal, yorum ve tavsiyeler, herhangi bir yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve sadece burada yer alan bilgilere ve sinyallere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan sinyaller, fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm sinyal ve veriler, Marbaş Menkul Değerler tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu sinyal ve kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan ve zararlardan Marbaş Menkul Değerler sorumlu değildir.

ARAŞTIRMA BİRİMİ

İletişim Bilgileri:

 iletisim@marbasmenkul.com.tr

 +90 (212) 286 30 00 / 331

 +90 (212) 286 30 50

 Esentepe Mah. Ecza Sk. Safter İş Hanı
No:6, İç Kapı:7, Şişli/İstanbul