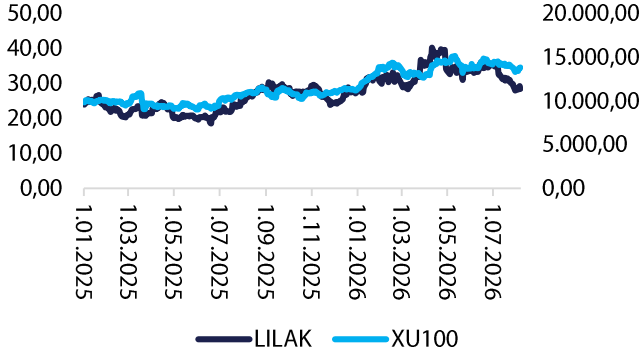


Son Fiyat	28,40
Piyasa Değeri (mln TL)	16.756
Piyasa Değeri (mln \$)	353
F/K	20,77
FD/FAVÖK	4,99
PD/DD	0,90
Hisse Sayısı (mln lot)	590
FDPO (%)	16,96
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mln TL)	163



ORTAKLIK YAPISI	%
Öğücü Ailesi	31,31
Diğer	68,69

LILAK	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	-2,81	-19,46	6,80
Getiri (\$)	-2,84	-20,90	-8,69
Getiri (XU100-Rölatif)	-3,50	-15,12	-19,79

Kaynak: Finnet – Verilerin tümü solodur

Lila Kağıt – LILAK – Sınırlı Olumlu

Zorlu koşullar

Kur-TÜFE makası faaliyet ortamını zorlaştırmaya devam ediyor. Döviz kurlarındaki artışın enflasyonun altında kalması, döviz bazlı gelirler ile TL bazlı üretim ve faaliyet giderleri arasındaki makası açarak sanayi şirketlerinin gelir ve marjlarını baskılıyor. Lila Kağıt ise zorlu faaliyet ortamına rağmen beş çeyrek sonra yeniden yıllık hacim büyümesi sağladı. Tasarruf projeleri, zamanında gerçekleştirilen hammadde alımları ve enerji maliyetlerindeki görece avantaj, operasyonel karlılığı destekleyen unsurlar oldu. Satış tonajındaki %6,3'lük artışa rağmen fiyat-kur makası nedeniyle net satışlar yıllık %9,7 gerilerken FAVÖK marjı %16,6 seviyesinde gerçekleşti.

Selüloz fiyatlarında daha dengeli bir görünüm izleniyor. Selüloz fiyatlarının önceki dönemlere kıyasla daha stabil seyrettiği, Avrupa ile Çin ve Uzak Doğu fiyatları arasındaki makasın ise sınırlı şekilde açıldığı belirtildi. Selüloz fiyatlarında 2025 yıl sonundaki düşük seviyelerden toparlanma görülmesine karşın bu artışın bobin kağıt ve nihai ürün satış fiyatlarına aynı ölçüde yansımadağı ifade edildi. Zayıf talep, arz fazlası ve artan rekabet, sektörün fiyatlamaya kabiliyetini baskılamaya devam ediyor.

Yurt içinde markalı ürünler ve doğrudan dağıtım öne çıkıyor. Doğrudan dağıtım modelinin şirketin yurt içi satış stratejisindeki önemini koruduğu belirtildi. Sektörde özel markalı ürünlere yönelik talep zayıflarken Lila Kağıt'ın markalı ürün satış tonajı ikinci çeyrekte yıllık %22 büyüdü, özel markalı ürün satış tonajı ise %9 geriledi. Böylece satış karmasının markalı ve katma değerli ürünler lehine geliştirilmesine devam edildi. Ev dışı tüketim kanalındaki çift haneli daralmada turizm tarafındaki görünüm ve işletmelerin uyguladığı tasarruf politikaları etkili oldu.

Yurt dışı müşteri çeşitliliği bölgesel kayıpları sınırlıyor. Bazı ihracat pazarlarında yaşanan kayıplar, diğer müşterilerdeki büyüme ve yeni pazar kazanımlarıyla dengeleniyor. Türkiye'nin temizlik kağıdı ihracatı yılın ilk yarısında %8 gerilerken Lila Kağıt'ın ihracat tonajı %1 arttı. Şirketin önceliği yalnızca satış hacmini artırmak değil, doğru müşteri ve doğru ürün karmasıyla karlı büyüme sağlamak olacak.

Erzurum tesisi kademeli olarak devreye alınıyor. Faz I Konverting tesisi 8 Haziran'da üretim ve satış faaliyetlerine başladı. Kapasitenin yılın ikinci yarısında kademeli olarak artırılması planlanırken tesisin yurt içi dağıtımda lojistik avantaj sağlaması ve yakın ihracat pazarlarına erişimi desteklemesi bekleniyor. Faz II kapsamındaki kağıt üretim hattının 2027 yılında devreye alınması ve yıllık brüt 70 bin ton kapasite sağlaması hedefleniyor. Bununla birlikte düşük başlangıç kapasite kullanımı, geçici operasyonel giderler ve Ergene-Erzurum arasındaki bobin kağıt lojistiği kısa vadede maliyet baskısı oluşturacak.

2026 Beklenti Revizyonları:

- **Satış hacmi büyümesi:** Toplam satış hacmi büyüme beklentisi %7-%10 seviyesinde korundu.
- **Türkiye pazarı:** Büyüme beklentisi yüksek çift haneli seviyeden orta-yüksek tek haneli seviyeye indirildi.
- **İhracat pazarları:** Büyüme beklentisi düşük-orta tek haneli seviyeden yüksek tek haneli seviyeye yükseltildi. Revizyonda daha seçici müşteri politikası ve karlı hacim odağı etkili oldu.
- **FAVÖK marjı:** Beklenti %20'nin üzerinden %19'un üzerine revize edildi.
- **Düzeltilmiş FAVÖK marjı:** Beklenti %22'nin üzerinden %21'in üzerine çekildi. Revizyonda kur-TÜFE makası ile Erzurum tesisinin devreye alma sürecindeki geçici maliyetler etkili oldu.
- **Net işletme sermayesi/satışlar:** Hedef %30'un altından %25'in altına iyileştirildi. Oran yılın ilk yarısında %22,2 seviyesine gerilerken etkin stok ve tedarikçi vade yönetimiyle nakit dönüşüm süresi 20 gün iyileşti. Mevcut seviyenin korunması ve oranın %25'in altında tutulması güçlü nakit üretimi açısından önemli olacak.
- **Yatırım harcamaları:** Beklenti 50 milyon dolardan 40 milyon dolara indirildi. Revizyon herhangi bir yatırımdan vazgeçilmesinden değil, yatırımların gerçekleşme takvimindeki yıllar arası zamanlama farkından kaynaklandı.
- **Net borçluluk:** Net borç/FAVÖK hedefi 1 katın altında korundu.

Hacim büyümesinin geri dönmesi, ihracat pazarlarındaki güçlü seyir, markalı ürün odağı ve işletme sermayesindeki iyileşme destekleyici unsurlar olarak öne çıkıyor. Kur-TÜFE makası, zayıf fiyatlama ortamı ve Erzurum tesisinin devreye alma maliyetleri ise kısa vadede marjlar üzerinde baskı oluşturmaya devam edecek. Bu çerçevede **sınırlı olumlu** görüşümüzü koruyoruz.

YASAL UYARI—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ÇEKİNCE—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

arastirma@pusulayatirim.com.tr

Kısıklı Mah. Seher Yeli Sokak Dış Kapı No: 4 İç Kapı No: 2 Üsküdar / İstanbul