

Şirket Raporu

Lila Kağıt <LILAK>

Temizlik Kağıdı

Lila Kağıt (LILAK)'ı 37,38 TL hedef fiyat, %46,6 potansiyel getiri ile takip (coverage) listemize ekliyoruz. Değerlememizde %50 İNA, %50 yurt dışı çarpan analizi kullanılmış olup, detaylar sayfa 5'te yer almaktadır.

Lila Kağıt, sektöründe yüksek üretim kapasitesi ve geniş marka portföyüyle öne çıkan bir oyuncu konumunda. Şirket, yurt içi pazarda ağırlıklı olarak hijyenik temizlik ürünleri üreticisi, yakın coğrafyalarda bobin kağıt ve hijyen ürünleri tedarikçisi, uzak pazarlarda ise daha çok bobin kağıt üreticisi olarak konumlanıyor. Artan iç talep, yurt dışı yatırımları, etkin risk yönetimi ve yeni kapasite yatırımları sayesinde hem büyüme potansiyeli hem de ölçek ekonomisi açısından dikkat çekiyor.

Yatırımlarla Artan Kapasite ve Maliyet Kontrolü. Şirketin Erzurum Fabrika Yatırımı Faz I ve Faz II şeklinde gerçekleşiyor. Faz I yatırımı 2026'dan itibaren finansallara etki ederken, Faz II yatırımının 2027 yılında bitmesi bekleniyor. Yatırımın tamamlanması ile kapasitede, brüt 70.000 ton bobin, brüt 20.000 ton konverting olmak üzere toplamda brüt 90.000 ton artış bekleniyor.

Artan Hijyen Bilinci ile Sürdürülebilir Karlılık ve Pazarlardaki Potansiyel. 2020 yılındaki coronavirus pandemisinden sonrası genel anlamda kalıcı hale gelen hijyen alışkanlıkları, yapısal talebi artırıyor. İnsanların hijyen anlayışı, temizlik standardı ve alışkanlıkları kalıcı şekilde yükselirken, evlerde, iş yerlerinde, okullarda, toplu taşımalarda vb. yerlerde temizlik sıklığı daha da fazla arttı. Kişisel kullanım alanlarının sık sık temizlenmesi, temizlik kağıdı tüketimini kalıcı olarak yukarı çekerken, alışkanlığa dönüşmüş bu durumların devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca artan nüfus artışı oranının da gelecekte, hijyen normlarının normal olarak benimsenmesine katkı sağlamasını ve talebin artmasını bekliyoruz. Eğitim seviyesi ve sağlık bilincinin artması da temizlik talebini artıran önemli hususlardan. Gelişmekte olan ülkelerde temizlik kağıdı pazarı, hem kişi başı tüketim hem de toplam talep açısından büyüme sürecinde. Nüfus artışı, gelir artışı ve hijyen bilincinin yükselmesi bu büyümeyi tetikliyor. Afrika, Orta Doğu ve Türkiye Cumhuriyetler, potansiyel barındırıyor.

Ergene Depo Yatırımı ile Gelen Stratejik Adım. Ergene fabrikasındaki depo / akıllı depo + modernizasyon yatırımı, Lila Kağıt'ın hem kapasite hem verimlilik hem lojistik hem sürdürülebilirlik hedeflerine hizmet eden stratejik bir adım. Planlanan takvime göre 2026'da devreye girmesi beklenen proje, hem şirket için maliyet avantajı hem operasyonel hız / kalite hem de ihracat dağıtım verimliliği getirme potansiyeli taşıyor.

Güçlü Nakit Pozisyonu ile Sınırlanan Finansal Riskler. Şirketin yüksek yatırım harcamaları olsa da nakit pozisyonu da oldukça güçlü. 2026 – 2028 yılları arasında yaklaşık 92 milyon dolarlık CAPEX yapması beklenen şirketin, yüksek yatırım harcamalarına rağmen güçlü bir nakit akışına sahip olması, iş modelinin sağlıklı ve operasyonel karlılığının yüksek olduğunu gösteriyor. Bu durum, şirketin büyüme odaklı bir strateji izlediğini ve gelecekte kapasite artışı, verimlilik veya yeni gelir kaynakları yaratmayı hedeflediğini ortaya koyarken, güçlü nakit akışı, yapılan yatırımların finansmanında dış kaynağa bağımlılığı azaltarak finansal risklerini sınırlıyor.

Riskler. Hammadde maliyetlerinin artması, kur şoklarına bağlı olarak yüksek maliyet (şirketin gelirlerinin ~%70'inin ihracat bazlı olması, yaşanabilecek kur şoklarına karşı doğal koruma da yaratabilir), navlun fiyatlarındaki oynaklığa bağlı lojistik maliyetlerinin artması, enerji fiyat artışı, çevresel regülasyon kaynaklı riskler.

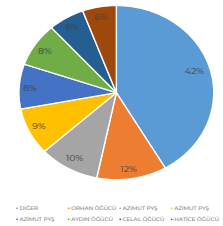
Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	LILAK
Hedef Fiyat (TL)	37,38
Hedef Getiri	46,6%
Hisse Fiyatı (TL)	25,50
5Y En Yüksek	32,02
5Y En Düşük	19,31
Hisse Adedi (mn)	590
HAO	44%
Piyasa Değeri (TL mn)	15.045
Piyasa Değeri (USD mn)	355
Finansal Borç (TL mn)	1.249
Finansal Borç (USD mn)	30
3A OİH (USD mn)	3,11
3A OİH/HA Piyasa Değ.	1,99%

F / K	
Güncel	11,76
6 Aylık Ortalama	12,59
1 Yıllık Ortalama	12,73

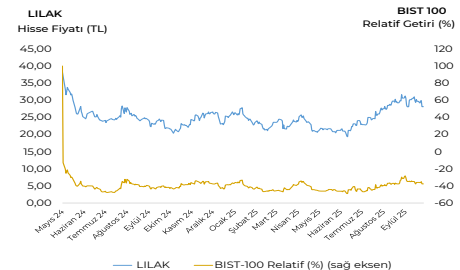
PD/DD	
Güncel	0,98
6 Aylık Ortalama	1,09
1 Yıllık Ortalama	1,47

Ortaklık Yapısı



Performans

LILAK (mn TL)	2023	2024	2024/09	2025/09
Net Satışlar	16.942	15.701	12.338	10.099
FAVÖK	3.822	3.073	2.474	2.021
Net Kar	406	1.474	1.308	1.411
Özkaynaklar	9.213	14.914	14.791	15.308



İnfo Yatırım Araştırma

Araştırma: +90 (212) 700-26 27
arastirma@infoyatirim.com.tr

Şirketin Özet Tanıtımı

Lila Kağıt, 2006 yılında Türkiye'nin ve dünyanın hızla artan hijyenik / temizlik kağıdı ihtiyacını karşılamak amacıyla kuruldu. Yıllık brüt ~271.000 tonluk üretim kapasitesine sahip olan şirket, Avrupa ve Ortadoğu'nun en büyük oyuncularının biri konumunda.

Şirketin, Hijyenik temizlik kağıdı faaliyetleri detaylı incelendiğinde Lila Kağıt, tuvalet kağıdı, kağıt havlu, mendil, peçete, hasta altı bezi gibi hijyenik kağıt ürünleri üretiyor. Hem bobin (Jumbo roll) kağıt üretimi yapıyor hem de bu bobin kağıdın bir kısmını iç tesislerinde işleyerek bitmiş ürün (konverting) haline getiriyor.

Endüstriyel ormanlardan elde edilen sertifikalı selülozla üretim yapılmakta ve üretimin her aşamasında çevreye gösterilen duyarlılıkla karbon salınımı, su ve enerji tüketimi miktarlarını azaltmak için çaba gösterilmekte olup, şirket 5 kıtada 80+ ülkeye ürünlerini ihraç ediyor.

Şirketin İsviçre merkezli %100 bağlı ortaklığı Lila Paper Swiss AG unvanlı şirketi bulunuyor. Lila Paper Swiss AG, 2023 yılında kurulurken, şirketin ana faaliyeti, bobin kağıt (jumbo roll) ve bitmiş ürün (converting) ihracatını organize etmek, ayrıca hammadde ithalatı ve uluslararası ticaret işlemlerini yürütmek olarak karşımıza çıkıyor.

Hijyenik/ Temizlik Kağıtları Sektörü Genel Durumu

Temizlik kağıtları sektörünün ana ürün grupları, tuvalet kağıdı, kağıt havlu, peçete ve kağıt mendil. Artan hijyen bilinci, şehirleşme, modern yaşam tarzı ve perakende zincirlerin yaygınlaşması temizlik kağıdı ürünlerine yönelimi artırırken, kişisel hijyen ve temizlik ürünlerinin, nüfus ve şehirleşme ile paralel büyüdüğü söylenebilir.

Kağıt temelli hijyen ürünleri, ekonomik dalgalanmalara rağmen zorunlu tüketim kategorisinde olmasından kaynaklı olarak, ekonomik aktivitelerdeki zorlu dönemlerde bile büyümesini sürdürdü. Araştırmalara göre, gelişmekte olan ülkelerin kişi başı temizlik kağıt tüketimi, gelişmiş ülkelere göre daha düşük seviyelerde. Bu da özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyüme potansiyeli olarak karşımıza çıkıyor.

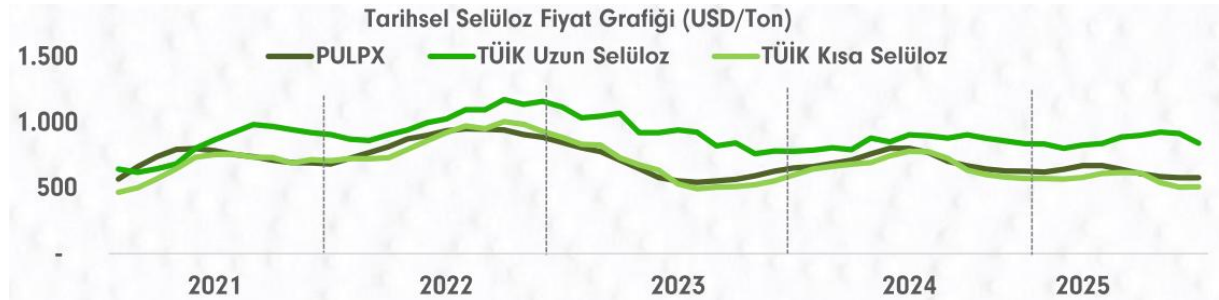
Genel eğilim olarak eğitim düzeyi arttıkça temizlik kağıdı kullanımına ilgi ve tüketim artıyor. Eğitim seviyesi arttıkça şehirleşme ve beyaz yaka çalışma oranı artıyor, bu da modern hijyen ürünlerine yönelimi destekliyor. Bununla birlikte, eğitimle birlikte yükselen gelir, hijyen bilinciyle birlikte tüketime daha da fazla katkı sağlıyor.

Türkiye'de temizlik kağıdı imalatı, hammadde ve girdi tedarikinde bazı ülkelerle karşılaştırıldığında sınırlı olanaklara sahiptir ve önemli ölçüde dışa bağımlılık söz konusudur. Türkiye'de üretilen temizlik kağıtları ürünlerinin ana hammaddesi olan selülozun %100'ü yurt dışından ithal edilmektedir. Selüloz üretimi, dünya genelinde orman varlığının yüksek olduğu ülkelerde, kimyasal üretim, enerji üretimi, selüloz işleme ve lojistik altyapısını bir arada bulunduran entegre kurumlar tarafından yapılmaktadır.

Selüloz maliyetleri satılan malın maliyetinin yaklaşık %65'ini oluşturmaktadır. Selüloz ham maddesinin %100'ü ithalat yoluyla elde edilirken, Eylül 2025'te TÜİK rakamlarına göre kısa selülozun %68'i Kuzey ve Güney Amerika'dan, %32'si Avrupa'dan, uzun selülozun %66'ı Kuzey ve Güney Amerika'dan, %34'ü Avrupa'dan ithal edilmiştir. Kısa selüloz, yapraklı ağaçlardan elde edilen selülozu, uzun selüloz ise iğne yapraklı ağaçlardan elde edilen selülozu ifade eder.

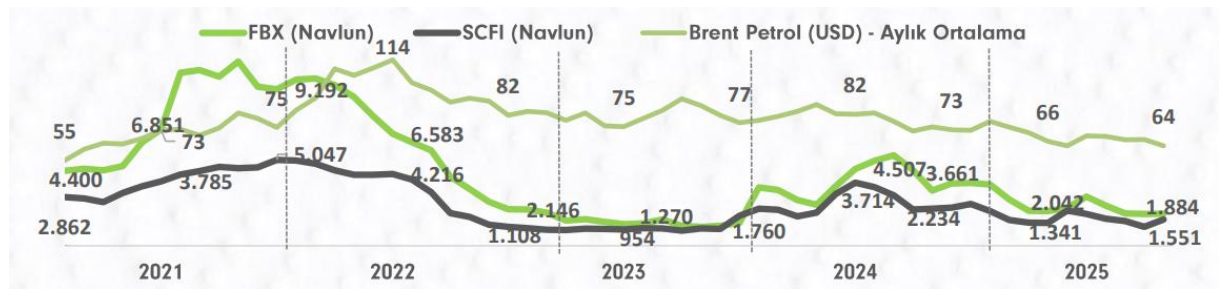
Selülozlar üretilecek ürüne göre çeşitli alt kategorilere ayrılmakta olup temel olarak kısa ve uzun selüloz olarak iki ana kategoriye ayrılmaktadır. Üretilecek ürün çeşidine göre kullanılacak olan kısa ve uzun selüloz harmanı değişkenlik göstermektedir. Uzun selüloz türleri arasında yer alan ve fluff pulp olarak bilinen göreceli olarak daha yoğun ve pahalı olan selüloz türü, hijyenik ped, bebek bezi ve hasta bezi gibi kişisel hijyen ürünlerinde yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. TÜİK verileri içerisinde bu selüloz türlerini ayırmak mümkün olmadığı için söz konusu uzun selüloz göstergeleri yalnızca temizlik kağıdı üretiminde kullanılan uzun selüloz fiyatını doğrudan temsil etmemektedir. Bu ayırım, temizlik kağıdı sektörüne yönelik maliyet analizlerinde dikkate alınması gereken önemli

bir detaydır. Selüloz maliyetleri, arz ve talep, hammadde, enerji ve işçilik maliyetleri, lojistik ve navlun maliyetleri, regülasyonlar ve kura bağlı olarak değişkenlik gösterebiliyor.



Kaynak: Şirket verileri, TÜİK

Sektördeki bir diğer büyük gider kalemi de faaliyet giderlerinin içinde yer alan navlun giderleri. Navlun fiyatları, gemiyle yük taşımının piyasa fiyatını ifade ederken, dalgalı seyreder. Hem konteyner taşımacılığında hem dökme yük taşımacılığında bu fiyatlar arz – talep dengesine, yakıt maliyetlerine, jeopolitik gelişmelere ve sezonlara göre değişmekte olup, volatilité yüksektir. Navlun fiyatları arttığında talebin güçlü olduğunun sinyalleri, düşük olduğunda ise küresel ticarete yavaşlama veya gemi arzının fazlalığına ilişkin algı oluşur.



Kaynak: https://ilakagit.com/wp-content/uploads/2025/11/Temizlik-Kagitlari-Aylık-Sektor-Bulteni_Kasim_2025.pdf

Genel anlamda çoğu sektörde olduğu gibi temizlik kağıdı sektöründe de Çin'lik üreticiler pazardan daha yüksek pay almaya başladı. Maliyet verimliliği ve ürün çeşitliliği kapsamında yeni yöntemler üzerinde çalışan Çin'li üreticiler, geleneksel kimyasal hamurdan daha çok bambu tüyüne yöneliyor. Bambunun hızlı büyümesi ve sık hasat edilebiliyor olması avantaj olarak gözüküyor. Çin bu konuda antibakteriyel ıslak mendil, bambu bazlı tek kullanımlık hijyen ürünleri, ile piyasaya yeni ürünler sürüyor.

Bambudan elde edilen elyafın, yumuşak ve nefes alabilir olması, doğal antibakteriyel etki olması ve nem çekme özellikleri ile teknik anlamda da pazarlama stratejilerinde fırsat olarak görülüyor. Çin, bambuyu stratejik sektör ilan ederken, belli bambu ürünlerine mali destek ve sübvansiyon veriliyor.

Şirketin Operasyonları ve Ürünleri

Şirketin yıllık üretim kapasitesi brüt 271.000 ton olup, üretim tesisi Tekirdağ Ergene 2 OSB'de bulunmaktadır. Bu üretim tesisi, 4 kağıt üretim hattından oluşurken, üretim hattı 26 konsverting hattı (8 peçete hattı, 7 tuvalet kağıdı hattı, 7 V katlama hattı, 2 Z katlama hattı, 2 mendil hattı), 53 ambalaj makinasından oluşuyor. Şirket, bobin kağıt üretimi yapmakla birlikte, bobin kağıdın bir kısmını iç tesislerinde işleyerek bitmiş ürün yani konverting haline getiriyor.

Bobin kağıt, temizlik kağıdı üretiminde kullanılan, nihai üründen önceki büyük rulolu yarı mamul olarak tanımlanabilir. Selüloz hazırlanırken, kağıt oluşturulur ve kurutulur. Ürün ya bitmiş hale dönüştürülür ya da konverting tesislerine satılır.

Kağıt fabrikasında üretilen büyük endüstriyel rulolar direkt tüketilmezken, bu rulolar, işlemlerden geçerek tuvalet kağıdı, mendik, peçete gibi satılabilir ürünlere dönüştürülür. Bu dönüşüm süreci konverting olarak adlandırılır.

Şirketin, çeşitlendirilmiş portföy yapısı içerisinde **Sofia, Maylo, Ultra Berrak, Nua ve Nua Professional** öz markaları bulunuyor.



Sofia: Sofia, Lila Kağıt'ın yurt içindeki premium segment temizlik kağıdı markası. Sofia ürünleri, çevre dostu ambalajlardan üretirken, Sofia, endüstriyel ormanlardan elde edilen sertifikalı hammadde kullanarak sürdürülebilirliğe katkı sağlıyor. Sofia, portföyündeki 3 katlı tuvalet ve kağıt havlu ürünleri ile tüketicilerin günlük ihtiyaçlarına cevap verirken, cilt bakımı hijyenik ev bakımı, dekoratif kullanım ve sofraya dekorasyonu alanlarında ise yenilikçi deneyim sağlayan ürünlerini tüketicilere sunuyor.

Maylo: Maylo, iyi kaliteyi uygun fiyata almak isteyen tüketicilerin için tasarlanmış yurt içi temizlik kağıdı markası. Şirket, Türkiye'de ilk kez dev ürün konseptini ve Puf mendil ürünlerini Maylo markası ile buluşturdu.

Ultra Berrak: Ultra Berrak, şirketin yurtiçindeki ekonomi segment temizlik kağıdı markası.

Nua ve Nua Profesional: Nua, Lila Kağıt'ın yurt dışı pazarlara özel ürettiği, dünya genelinde 80'den fazla ülkede bulunan global markası olarak öne çıkıyor. Nua'nın tuvalet kağıdı, havlu kağıt, peçete, kağıt mendil, cep mendili gibi çeşitli kategorilerde, son teknolojiler ile üretilen geniş bir ürün portföyü bulunuyor. Nua professional ise ev dışı tüketimin ihracat markası olarak konumlandırılıyor.

Lila Kağıt, ihracat odaklı strateji ile 80'den fazla ülkeye ihracat gerçekleştiriyor. Yaklaşık %70 ihracatı olan şirket, verimli ve büyük ölçekli yaptığı işlerle birlikte dış pazarlardaki gücünü artırıyor. Şirketin, dış pazarlardaki güçlü bağlantıları ile, belirli kalite standartlarını da yakalamış olması, markalarının uluslararası pazarlarda kabul gördüğünü gösteriyor.

Türkiye'nin ihracat odaklı büyüme yaklaşımıyla uyumlu olarak şirketin de üretim kapasitesini, pazar çeşitliliğini ve rekabet gücünü artırmaya yönelik stratejik bir ihracat vizyonu benimsiyor. Küresel tedarik zincirindeki konumunu güçlendirmeyi hedefleyen bu yaklaşım, yüksek katma değerli ürünlerin geliştirilmesi, dış pazarlarda marka bilinirliğinin artırılması ve operasyonel verimliliğin sürdürülebilir şekilde iyileştirilmesi üzerine kurulu. Böylece hem şirketin şirketimizin uluslararası pazarlardaki payını büyütmesi hem de Türkiye'nin dış ticaret dengesine olumlu katkı sağlayarak ekonomik istikrara destek veriliyor.

Türkiye, Orta Doğu, Balkanlar, Kafkasya, Kuzey Afrika gibi yakın coğrafyalara hem coğrafi hem lojistik açıdan çok uygun konumda. Liman altyapısı, kara yolu taşımacılığı ve lojistik firmalarının gelişmişliği sayesinde, bu bölgelere hızlı ürün gönderebiliyor. Lila Kağıt da bu avantajlarla birlikte özellikle Avrupa bölgesine yaptığı ihracat ile öne çıkıyor. Yüksek ihracat oranı ile cari açığın azaltılmasına ve ülkeye döviz girişine katkı sağlıyor.

Şirket, Türkiye temizlik kağıdı pazarında ilk üç sırada %7,3 Pazar payı ile yer alıyor.

Gelecek Beklentileri

Lila Kağıt, yüksek üretim kapasitesi ve marka çeşitliliği ile ihracat pazarında güçlü bir role sahip. Yurt içi pazarda hijyen ürünleri üreticisi, yakın pazarlarda, bobin kağıt ve hijyen ürünleri üreticisi, uzak pazarlarda ise bobin kağıt üreticisi olan şirket, artan iç talep, yurt dışı yatırımları, risk yönetimi ve yeni kapasite yatırımları ile öne çıkıyor.

2026 yılında ihracat tarafında jeopolitik gerginliklerin de azalması ile büyümenin sürmesi beklenirken, iç pazardaki kuvvetli momentum ile satış hacim büyümesini %7 olarak ön görüyoruz.

2027 ve 2028 yıllarında ise Erzurum yatırımı ve Romanya yatırımı ile sürdürülebilir büyümenin devamı beklenirken, yaklaşık 50 MW GES yatırımlarının tamamlanması ve operasyonel verimlilik yatırımları ile marjlarda iyileşme ve yıllık +10 milyon dolar FAVÖK katkısı beklenmekte.

Şirketin, fazlar halinde devreye girecek olan Erzurum yatırımı ile birlikte 2027 yılında brüt kağıt üretim tonaj kapasitesini +70.000 ton artırması bekleniyor. Romanya'daki 25.000 tonluk converting katkısı da şirket finansallarını destekleyebilecek nitelikte.

Bu denli yatırım yapan şirketin nakit pozisyonu da oldukça güçlü. 2026 – 2028 yılları arasında yaklaşık 92 milyon dolarlık CAPEX yapması beklenen şirketin, yüksek yatırım harcamalarına rağmen güçlü bir nakit akışına sahip olması, iş modelinin sağlıklı ve operasyonel karlılığının yüksek olduğunu gösteriyor. Bu durum, şirketin büyüme odaklı bir strateji izlediğini ve gelecekte kapasite artışı, verimlilik veya yeni gelir kaynakları yaratmayı hedeflediğini ortaya koyarken, güçlü nakit akışı, yapılan yatırımların finansmanında dış kaynağa bağımlılığı azaltarak finansal risklerini sınırlıyor.

Şirketin, Ergene, Erzurum ve Bitlis'te toplam 50 MW'lık GES yatırımının tamamlanması ile üretimde kullanılan elektrik maliyetlerinde avantaj sağlayacak. Enerji giderindeki düşüş kadar doğrudan FAVÖK marjını yukarı etkilerken, yatırımın geri dönüş süresine göre, ilk yıllarda sınırlı ama yine de genelde yukarı yönlü, orta vadede ise pozitif etki yaratması beklenebilir.

Sektörel Fırsatlar

2020 yılındaki coronavirüs pandemisinden sonrası genel anlamda kalıcı hale gelen hijyen alışkanlıkları, yapısal talebi artırıyor. İnsanların hijyen anlayışı, temizlik standardı ve alışkanlıkları kalıcı şekilde yükselirken, evlerde, iş yerlerinde, okullarda, toplu taşımalarda vb. yerlerde temizlik sıklığı daha da fazla arttı. Kişisel kullanım alanlarına sahip yerlerinde sık sık temizlenmesi durumu, temizlik kâğıdı tüketimini kalıcı olarak yukarı çekerken, alışkanlığa dönüşmüş bu durumların devam etmesini bekliyoruz. Ayrıca artan nüfus artışı oranının da gelecekte, hijyen normlarının normal olarak benimsenmesine katkı sağlamasını ve talebin artmasını bekliyoruz. Ayrıca eğitim seviyesi ve sağlık bilincinin artması, temizlik talebini artıran önemli hususlardan.

Gelişmekte olan ülkelerde temizlik kâğıdı pazarı, hem kişi başı tüketim hem de toplam talep açısından büyüme sürecinde. Nüfus artışı, gelir artışı ve hijyen bilincinin yükselmesi bu büyümeyi tetikliyor.

Afrika'da temizlik kâğıdı pazarı, düşük penetrasyon ve hızla artan kentleşme dinamikleri nedeniyle orta vadede bir büyüme potansiyeli sunuyor. Kişi başı tüketim, gelişmiş pazarların özellikle Avrupa'nın altında seyrettiği için doyumluktan uzak bir pazar yapısına sahip. Nüfusun genç ve hızlı artıyor olması, modern perakende kanallarının yaygınlaşması ve hijyen bilincinin artması, büyümeyi destekleyebilecek nitelikte. Bu kapsamda Afrika kıtasında temizlik kâğıdı tüketiminin, düşük başlangıçta olması potansiyel barındırıyor.

Ortadoğu ve Türk Cumhuriyetleri, lojistik ve hammadde sıkıntısı olmayan büyük bir temizlik kâğıdı üreticileri için önemli fırsatlar sunuyor.. Özellikle GCC (Körfez) ülkeleri yüksek marjlı segmentler olarak öne çıkabilir. Tüketiciler premium kaliteye büyük önem verirken, bu ülkelerde private label ürünler için yüksek fiyat ödemeye hazır olabilecekleri değerlendirilebilir. Ayrıca bölgedeki oteller, hastaneler ve turizm tesisleri sürekli ve yüksek kalite talep

ettiği için uzun dönemli kontratlar hem yüksek hacim hem de yüksek marj sağlama imkanı da doğabilir. Yerel üretimin sınırlı olması da bu bölgeye yatırım ya da ihracat yapan şirketler için olumlu sayılabilir.

Türk Cumhuriyetleri ve diğer Orta Asya ülkelerinde ise artan nüfus ve kentleşme ile birlikte modern perakende kanalları da gelişmekte. Bu durum, tüketicilerin hijyen ürünlerine erişimini kolaylaştırırken, üreticiye farklı segmentlerde ürün sunma imkanı yaratıyor. Aynı zamanda bölgedeki yerel üretim sınırlı olması da ürün arzındaki boşluğu kolaylaştırabilir. B2B (otellere, hastanelere, restoranlara veya süpermarketlere doğrudan ürün satılması) ve private label fırsatları, bölgede pazar payı açısından fırsat yaratabilir.

Riskler

Hammadde maliyetlerinin artması, kur şoklarına bağlı olarak yüksek maliyet (şirketin gelirlerinin ~%70'inin ihracat bazlı olması, yaşanabilecek kur şoklarına karşı doğal koruma da yaratabilir), navlun fiyatlarındaki oynaklığa bağlı lojistik maliyetlerinin artması, enerji fiyat artışı, çevresel regülasyon kaynaklı ve ortaklarının kaydılaştırdığı yaklaşık 159,6 milyon adet payın kapalı bir fonda olmasından (Bu durum %15'lik vergi avantajını da beraberinde getirmekte) kaynaklı olası satış riski.

Değerleme Yöntemi

Şirket değerlemesinde %50 İNA, %50 yurt dışı benzer şirket çarpanları ile çarpan analizi kullanılmıştır.

Türkiye'de makro verilerin pozitif seyrine devam etmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarının not artırımları ve olumlu raporları ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarındaki faiz indirimi eğiliminin Eurobond getirilerinde gerileme beklentisi ile şirketin maliyetlerini aşağı çekme beklentisi ile; AOSM hesabında risksiz faiz oranı 2047 yıl vadeli Eurobond getirisi alınmıştır. Rapor tarihi itibarıyla Eurobond'un getirisi ~%7,5 seviyesindedir. Türkiye 5 yıllık CDS'lerin düşmesi ile birlikte Eurobond getirilerinde de geri çekilme varsayımı yapılmıştır. Türkiye ekonomisinde makroekonomik verilerin güçlenmesi ve ABD'de faiz indirimi sürecine girilmesinin etkilerinin de Eurobond faizlerinde geri çekilme olasılığını artırdığını düşünmekteyiz. Bu kapsamda 2025 yılı risksiz getiri %7,5 alınırken, 2026 ve sonrasında %6,5'da sabitleneceği varsayımı yapılmıştır. Uygulamalarda piyasa algısını doğru biçimde yansıtan %6,0 sermaye piyasası risk oranı kullanılmıştır. Şirketin projeksiyon dönemi boyunca risksiz getirisinin 300 baz puan üstünde borçlanma maliyetine sahip olacağı kabul edilmiş olup, borçlanma maliyeti de 2025 yılı için %10,5, 2026 – 2031 yılları aralığında %9,5 olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")							
USD	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Veriler							
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Kaldıraçsız Beta	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
Borç/Özkaynak	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Kaldıraçlı Beta							
Beta	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94

Özsermaye Fiyatlandırma Modeli							
Risksiz Faiz Oranı	7,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
İşlem Görmüş Aktif Beta	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94

Özsermaye Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özsermaye Maliyeti	13,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%

AOSM							
Özsermaye Maliyeti	13,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
Borç Maliyeti	10,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	92,5%	92,5%	92,5%	92,5%	92,5%	92,5%	92,5%
Kurumlar Vergisi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%

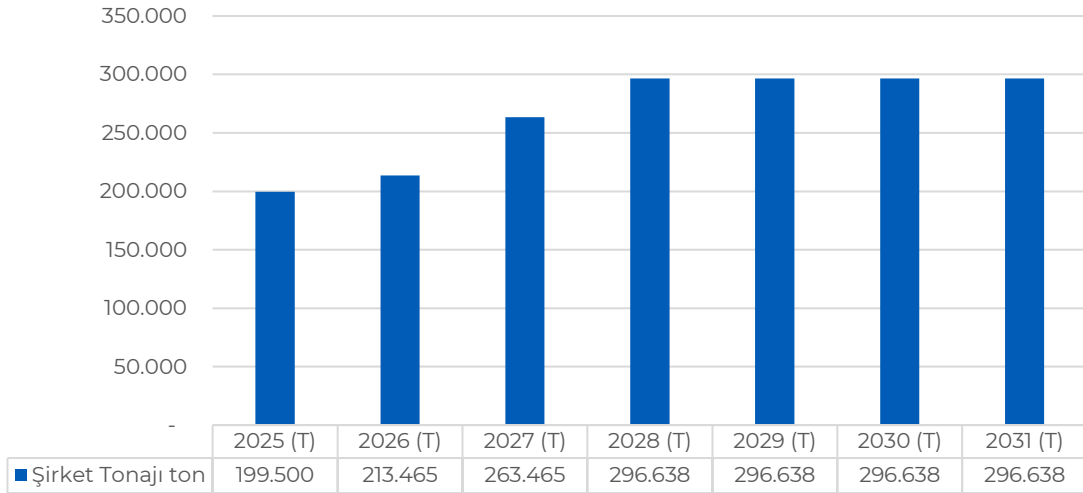
İNA Varsayımları

Tonaj Artışı: Şirketin 2025 yılında 199.500 satış tonajına ulaşmasını bekliyoruz. 2026 yılı projeksiyonlarında ise şirketin satış tonajını yaklaşık %7 artışla 213.465 tona yükseltmesini beklerken, Romanya ve Erzurum yatırımının etkisi ile 2027 yılında satış tonajının %23 artışla 263.465 tona, 2028 yılında ise 296.638 tona yükselmesini bekliyoruz. (2024 yılı net kapasite 243.000 ton)

Ton Başına Hijyenik Temizlik Kağıt Fiyatları: Bu süreçte ton başı hijyenik temizlik kağıt fiyatlarının ortalama 2025 yılında 1500 \$, 2026 yılında 1523 \$ olmasını bekliyoruz. 2030 yılına kadar ise ortalama 1.557 \$ olmasını ön görüyoruz. (2020 – 2025 ortalama ton başı hijyenik temizlik kağıt fiyatları 1.685 \$) (2024 yılında ton başına kağıt fiyatı 1400 \$)

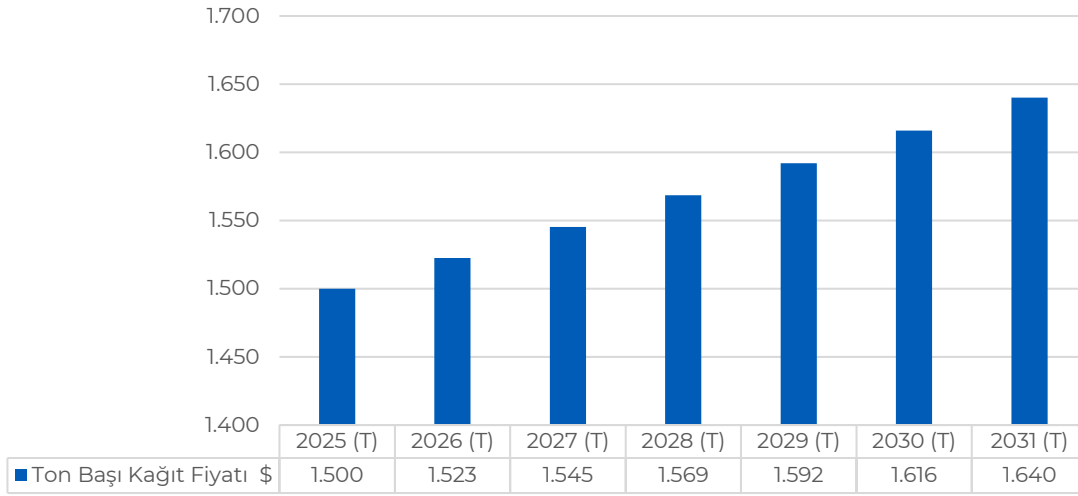
GES Yatırımı: Şirketin, yenilenebilir enerji stratejisi kapsamında Türkiye'nin üç farklı noktasında (Ergene/Tekirdağ, Ilica/Erzurum, Ahlat/Bitlis) toplam 50 MW kurulu güce sahip GES yatırımı gerçekleştiriyor. Bu da yaklaşık şirketin elektrik tüketiminin %25'ine tekabül ediyor. yatırım, Lila Kağıt'ın enerji bağımsızlığını artırmak ve maliyetlerini düşürmek için stratejik bir olarak görülmekte olup, 2028 yılı itibarıyla GES yatırımları ve depo otomasyon projeleri ile beraber FAVÖK'e katkısının yıllık 10 milyon dolar olacağı ön görülmektedir.

Tahmini Satış Tonajı



Kaynak: Şirket, Info Yatırım Tahminleri

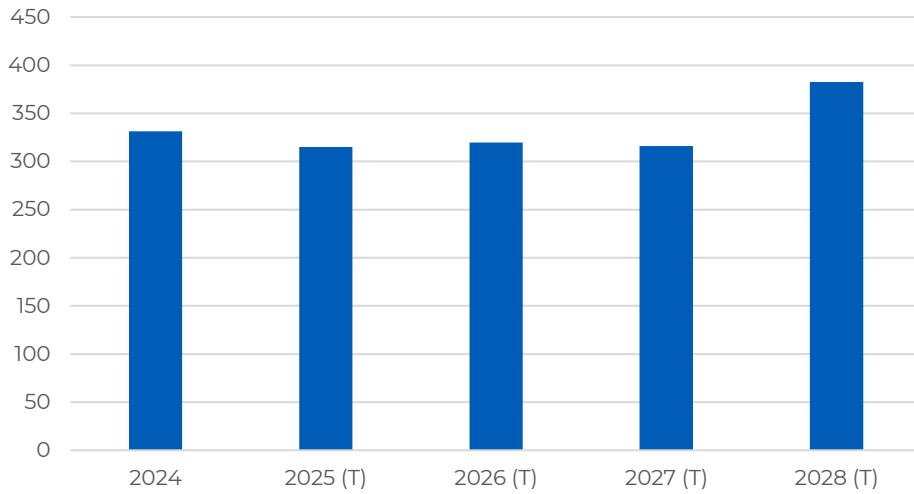
Tahmini Ton Başı Temizlik Kağıdı Fiyatları (\$)



Kaynak: Şirket, Info Yatırım Tahminleri

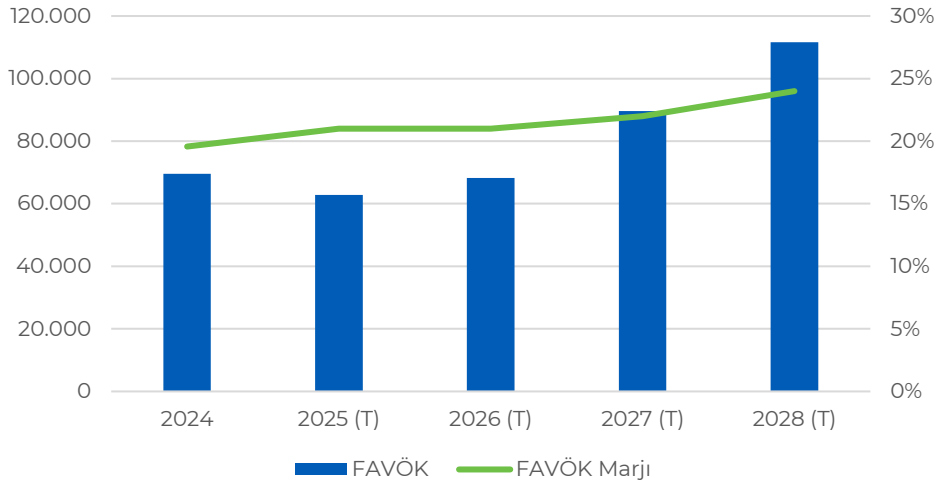
FAVÖK Projeksiyonu: Şirketin, 2025 yılında ton başı FAVÖK'ünün 315 \$, 2026 yılında 319 \$ olmasını, 2028'e kadar ise 392,5 \$'a yükselmesini bekliyoruz. (2024 yılı ton başı FAVÖK 337\$) Şirket faaliyetleri, kapasite artışı (Erzurum – Romanya) ve GES yatırımları ile akıllı depo otomasyon projelerinin FAVÖK'e etkisi ile birlikte 2025 – 2027 yılları arasında şirketin FAVÖK marjının ortalama %22, 2028 – 2030 yılları arasında %25 olmasını bekliyoruz.

Ton Başı FAVÖK (\$)



Kaynak: Şirket, Info Yatırım Tahminleri

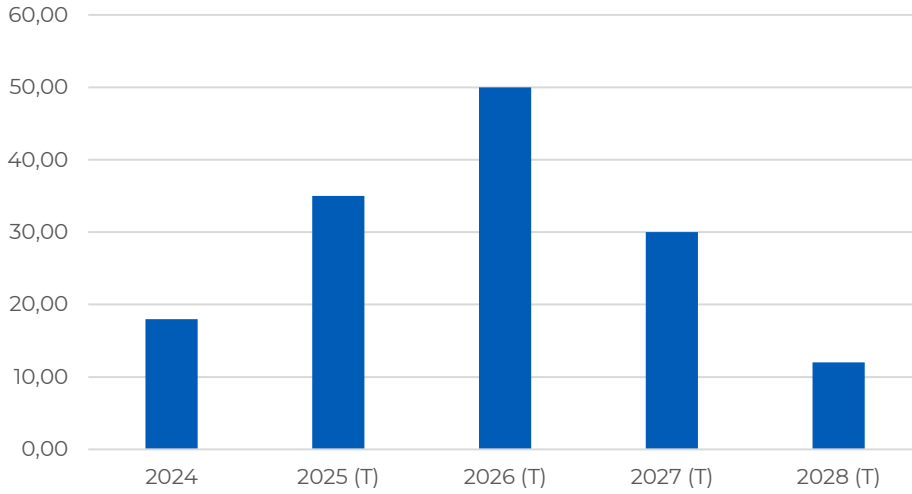
FAVÖK (000 \$) & FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, Info Yatırım Tahminleri

CAPEX: Şirketin büyüme planları, verimlilik yatırımları ve gelecek kapasite artışları çerçevesinde yatırımları sürüyor. GES yatırımı ve Erzurum'daki yeni üretim hattı kapsamında şirketin 2025 yılında CAPEX'ini 35 milyon dolar, 2026 yılında 50 milyon dolar, 2027 yılında 30 milyon dolar, 2028 yılında 12 milyon dolar, sonrasında ise ek yatırım olmamasından kaynaklı olarak 7,5 milyon dolar olarak bekliyoruz. 2025 – 2028 yılları amortismanı da ortalama 23 milyon dolara olarak hesaplıyoruz.

CAPEX (Milyon \$)



İNA (000 USD)	2025 (T)	2026(T)	2027(T)	2028(T)	2029(T)	2030(T)	2031(T)	Uç değer
Net Satışlar	299.250	325.000	407.142	465.282	472.262	479.345	486.536	
Brüt Kar	89.775	97.500	126.214	148.890	151.124	153.391	155.691	
FAVÖK	62.843	68.250	89.571	111.668	113.343	115.043	116.769	
Faaliyet Karı	41.117	44.655	55.941	63.930	64.889	65.862	66.850	
Operasyonel Vergiler	10.279	11.164	13.985	15.982	16.222	16.466	16.723	
Amortisman	22.000	24.000	25.000	21.000	21.000	21.000	21.000	
Net Kar	32.918	35.750	52.929	69.792	70.839	71.902	72.980	
CAPEX	35.000	50.000	30.000	12.000	10.000	7.500	7.500	

AOSM	12,7%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8%	11,8
-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	-------------

Uç değer büyümesi dolar bazında %1 alınmıştır.

Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, sektörde halka açık şirket sayısının az olması nedeniyle yurt dışı şirketler (bire bir aynı iş modeli olmasa da şirketin faaliyetlerine yakın olan şirketler) kullanılmıştır. Analizde, Clearwater Paper, Saudi Paper Manufacturing, Suominen ve Cascades INC şirketleri baz alınmıştır.

Clearwater Paper: 2008 yılında ABD'de kurulan şirket, karton üretimi için selüloz üretimi yapmakta. Şirket, 2024 yılına kadar özel marka (private label) tuvalet kağıdı, havlu gibi tüketici ürünleri de üretse de 2024 yılında bu iş kolunu sattı. Şirket, 2024 yılından bu yana karton işine odaklanma stratejisi benimsedi.

Saudi Paper Manufacturing: 1989'da Suudi Arabistan'da kurulan şirketin, ana faaliyet konusu hijyenik kağıt üretimi. Geniş ürün yelpazesi olan şirketin, Entegre iş modeli sayesinde geri dönüşüm ile hammadde maliyetlerini azaltabilme potansiyeli bulunurken, iyi konumlanmış üretim altyapısına sahip.

Suominen: 1898'de Finlandiya'da kurulan şirketin, 3 kıtada (Avrupa, Güney Amerika, Kuzey Amerika) 7 üretim tesisi bulunuyor. Suominen, örülmemiş kumaş üretimi yapan bir endüstri şirketi olsa da ürettiği bu kumaşlar son tüketici ürünü değil. Büyük markalar tarafından ıslak mendil, hijyenik mendil, bebek temizlik ürünleri, medikal ve temizlik ürünleri yapmak için kullanılıyor.

Cascades INC: 1964 yılında Kanada'da kurulan şirket, Kağıt ve karton atıkları toplayarak bunları yeniden hammaddeye dönüştürüyor. Containerboard, boxboard gibi ambalaj malzemeleri üretiyor. Ayrıca şirket, Tuvalet kağıdı, peçete gibi hijyenik kağıt ürünleri üretse de bu iş kolunu azaltmak için çalışmalara da başladı.

LILAK	2024	2025/09	2025 (T)	2026 (T)	2027 (T)	2028 (T)
FK	13,35	9,90	10,79	9,93	6,71	5,09
FD/FAVÖK	4,97	4,69	4,37	4,03	3,07	2,46
PD/DD	1,24	0,96	1,17	1,10	1,03	0,97
Net Borç (Mn Dolar)	-99,61	-118,81	-126.278	-134.219	-142.660	-151.631
Net Borç/FAVÖK	-1,43	-1,37	-2,01	-1,97	-1,59	-1,36

Kaynak: Info Yatırım Araştırma, Finnet

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları			
Bloomberg Kodu	Şirket Adı	FD/FAVÖK (2026 T)	FK (2026 T)
Clearwater	Clearwater	5,39	
Saudi Paper Man.	Saudi Paper Man.	13,74	24,09
Suominen	Suominen	5,79	
Cascades INC	Cascades INC	5,33	8,56
Ortalama		7,56	16,33
Medyan		5,59	16,33
LILAK 26T		4,03	9,93

Kaynak: Bloomberg, Info Yatırım Tahminleri

Değerleme Özeti		
	Değer (Mn \$)	Ağırlık
FD/FAVÖK	381.644,32	50%
FK	583.619,58	50%
Çarpan Değeri	482.631,95	100%
İNA Değeri	554.588	50%
Çarpan Değeri	482.632	50%
Hedef Değer	518.610	

Hedef Fiyat	\$0,88
Hedef Fiyat	₺37,38
Potansiyel Getiri	46,6%

Finansal Tablolar

ÖZET BİLANÇO [000 Dolar]	2025/09	2024/09		2025/09	2024/09
Dönen Varlıklar	243.866	276.494	Kısa Vadeli Yükümlülükler	44.883	92.085
Hazır Değerler	103.423	139.256	Finansal Borçlar	5.578	52.674
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	66.330	79.741	Uv Fin. Borçların Kv Kısımları	16.442	19.586
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.120	1.162	Ticari Borçlar	16.355	11.595
Stoklar	55.571	50.939	Diğer Borçlar	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	7.407	1.765	Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.825	14.509
Diğer Dönen Varlıklar	236	182	Finansal Borçlar	8.077	7.482
Duran Varlıklar	187.719	155.617	Borç Ve Gider Karşılıkları	3.059	1.212
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	349	303	Ertelenmiş Gelirler	866	0
Maddi Duran Varlıklar	170.390	150.917	Özsermaye	368.876	325.517
Maddi Olmayan Duran Var.	1.145	756	Sermaye	14.217	17.307
Peşin Ödenmiş Giderler	12.960	774	Net Dönem Karı	34.007	28.775
Diğer Duran Varlıklar	0	0	Geçmiş Yıl Karları	106.766	91.535
Toplam Aktifler	431.585	432.111	Toplam Pasifler	431.585	432.111

ÖZET GELİR TABLOSU [000 Dolar]	2025/09	2024/09
Satış Gelirleri	243.358	297.321
Satışların Maliyeti (-)	168.475	212.834
Brüt Kar	74.883	84.487
Faaliyet Giderleri (-)	40.255	41.234
Araştırma Ve Geliştirme Gid.	0	0
Paz. Sat. Ve Dağ. Giderleri	32.300	33.144
Genel Yönetim Giderleri	7.955	8.090
Net Esas Faal. Karı/Zararı	34.628	43.253
Diğ. Faal. Gelir	11.045	9.740
Diğ. Faal. Giderler (-)	537	955
Faaliyet Karı Veya Zararı	45.136	52.038
Yatırım Faal. Gelirler	14.144	478
Yatırım Faal. Giderler	0	0
Finansal Gelirler	24.020	20.448
Finansal Giderler (-)	13.849	21.502
Vergi Öncesi Kar/Zarar	33.449	39.453
Öd. Vergi Ve Yasal Yük. (-)	-558	7.945
Dönem Vergi Gelir/Gideri	1.371	3.672
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-1.929	4.273
Net Dönem Karı/Zararı	34.007	31.508

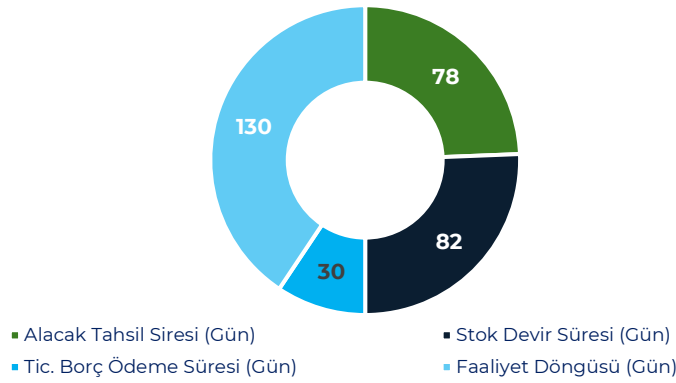
DİĞER VERİLER [000 Dolar]	2025/09	2024/09
Kıdem Tazminatı	568	979
Amortisman Gid.	14.076	16.375
Yabancı Para Pozisyonu Net	83.059	46.493

Kaynak: Finnet

MALİ VERİLER	2025/09	2024/09
Cari Oran	5,43	3,54
Likidite Rasyosu	4,19	2,98
Özsermaye/Aktif (%)	85,47	76,11
Fin. Cider / Net Satış (%)	4,00	0,4
Yatırımlar / Net Satış	11,6	4,8
Alacak Tahsil Süresi (Gün)	78	81
Stok Devir Süresi (Gün)	82	66
Tic. Borç Ödeme Süresi (Gün)	30	20
Faaliyet Döngüsü (Gün)	130	127

Kaynak: Şirket Sunumu

Faaliyet Döngüsü



Çekince: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.