



**Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**



29/04/2024

İÇİNDEKİLER

1.	Raporun Amacı.....	1
2.	Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3.	Şirket Hakkında	1
4.	Ortaklık Yapısı	4
5.	Finansal Tablolar	4
6.	Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	9
7.	Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	11
8.	Görüş	15

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından, yetkili kuruluş Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Ak Yatırım”)’nin, Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş (Kısaca “İhraççı”, “Lila Kağıt” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş (“LILAK”)
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş
Talep Toplama Tarihleri	30 Nisan,2-3 Mayıs 2024
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Eşit Dağıtım ile yapılacaktır. Yurt İçi ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara Konsorsiyum Liderleri’nin önerileri de dikkate alınarak İhraççı tarafından karar verilecektir.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	500.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	90.000.000 TL (Sermaye Artırımı) 30.000.000 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	590.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	4.486.800.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,34
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 84.000.000 TL (%70)
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 24.000.000 TL (%20)
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 12.000.000 TL (%10)
Halka Arz İskontosu	%30,0
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	37,39 TL
Fiyat İstikrarı	15 gün boyunca Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Lila Kağıt İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

2006 yılında kurulmuş olan Lila Kağıt, Tekirdağ Ergene ilçe sınırları içerisindeki Ergene 2 OSB’deki üretim tesisinde, kağıt ve konverting temizlik kağıdı (Şirket’e ait ve tescilli öz markalar ile Şirket müşterilerine ait ve tescilli öz markalar) üretim faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Kağıt üretim faaliyetlerinin diğer tekstil faaliyetlerinin gerçekleştirdiği üretim lokasyonunda kurulmasının temel sebepleri, enerji, su, iş gücü ve lojistik imkanlarına erişim kaynaklıdır. Yıllar içerisinde tekstil faaliyetlerinin küçülmesi neticesinde; 2005 yılında önce Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret

A.Ş. tarafından Lila Tekstil Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi birleşme yoluyla devir almış, 2007 yılında Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından Marmara Elektrik Üretim A.Ş. birleşme yoluyla devir almış ve son olarak 2017 yılında Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi Ticaret ve Elektrik Üretim A.Ş. 2006 yılında kurulan Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi birleşme yoluyla devir alarak ticaret unvanı Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş, böylece şirketler birleştirilmiş ve ana faaliyet konusu olan kağıt sektörüne dönüşüm gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda, Şirket'in ana faaliyet alanı kağıt üretimi ve temizlik kağıdı alanında konverting ürünleri olup aynı zamanda enerji ve tekstil alanında da faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket, Ergene'de toplamda mülkiyetinde olan ve kiralanan depolar dahil 300.000 m2 alan üzerinde kurulu üretim tesisiyle faaliyetlerini sürdürmektedir. Kampüs içerisinde;

- Toplamda 271.042 ton brüt kapasiteli TM1, TM2, TM3 ve TM4 olmak üzere 4 adet kağıt üretim hattı ile,
- Toplamda 120 bin ton brüt kapasiteli 2 adet konverting tesisinde, 7 tane rulo üretim hattı ve 19 tane de katlamalı üretim hattı olmak üzere toplamda 26 adet üretim hattı ile,
- Bobin – mamul depo ve yedek parça depoları,
- Bina, enerji santrali buhar kazanları, su depoları ve arıtma bulunmaktadır.

Şirket, ürettiği ürünlerle markalı konverting alanındaki faaliyetlerini, yurt içi pazarı için Sofia, Maylo, Ultra Berrak; yurt dışı pazarı için Nua, ev dışı tüketim için Nua Professional markaları ile sürdürmektedir.

Şirket Faaliyetlerine Genel Bakış

Kağıt ve konverting faaliyetleri haricinde kalan faaliyetler, diğer faaliyetler kapsamında gruplandırılmıştır. Şirket, hızla gelişen Türkiye'nin ve yakın coğrafyadaki ülkelerin temizlik kağıdı pazarındaki ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla %100 Türk sermayeli olarak 2006 yılında kurulmuş olup Şirket mülkiyetinde olan ve kiralanan depolar dahil 300.00 m2 alan üzerine kurulu üretim tesisiyle kağıt sektörünün global oyuncularından biri konumundadır.

Şirket tesislerinde tamamen endüstriyel ormanlardan elde edilen sertifikalı selülozla üretim yapılmakta ve üretimin her aşamasında çevreye gösterilen duyarlılıkla karbon salınımı, su ve enerji tüketimi miktarlarını azaltmak için sürekli çaba gösterilmektedir. Kağıt ve enerji üretimi ile başlayan üretim süreci, belirli bir orandaki kağıdın konverting işlemi ile ürüne dönüştürülmesi ile sonuçlanmaktadır.

2021, 2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla Şirket'in toplam üretim kapasitesi (brüt ve net) ile birlikte ilgili dönemlerdeki üretim tonajları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Üretim Kapasitesi (Ton)

Üretim Kapasitesi (Ton)	2021	2022 ⁽²⁾	2023
Kapasite (Brüt) ⁽¹⁾	205.170	262.321	271.042
Kapasite (Net)	188.911	237.138	243.784
Fiili Üretim Kağıt (Ton)	159.846	206.906	198.036
Bobin ⁽³⁾	112.393	148.383	142.101
Konverting ⁽⁴⁾	47,453	58.523	55.935
Kapasite Kullanım Oranı	85%	87%	81%

(1) Yukarıda belirtilen kapasiteler brüt olarak teorik kapasiteyi ifade etmekte olup, tüm hatlar 365 gün 3 vardiya kesintisiz üretim esasıyla, ideal ürün miksine göre çalışacak şekilde öngörülen tutarları belirtmektedir.

(2) TM4 2022 yılı içerisinde devreye girdiği için brüt kapasite tonajı TM4'ün devreye girdiği tarihe göre orantılı olarak hesaplanmıştır.

(3) Bobin üretimi olarak belirtilen tonajlar doğrudan satışı gerçekleştirilen bobin kağıtlarına ilişkin üretilen kağıt tonajını ifade etmektedir.

- (4) Konverting üretimi olarak belirtilen tonajlar Şirket içerisinde üretilen bobin kağıtlarının konverting tesislerinde işlenmesi ile oluşan nihai konverting ürün üretim tonajını ifade etmektedir.

Ürünler

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği temizlik kağıdı ürünleri iki sınıfa ayrılmaktadır. İlk olarak selüloz hammaddesi kullanılarak, bobin kağıt üretimi gerçekleştirilmektedir. Üretilen bobin kağıdın bir kısmı, dünyanın farklı noktalarında yer alan bağımsız konverting ürün üreticilerine hammadde olarak gönderilmekte olup diğer bir kısmı ise bitmiş ürüne dönüştürülmek üzere aynı kampüste bulunan şirketin kendi konverting tesisinde işlenmektedir.

Bobin

Şirket kendisinden kağıt sipariş eden müşterilerinin bir kısmına özel reçete ve özelliklerde, sürekli performans takibi yapılan bir çalışma prensibiyle, düzenli olarak ürün üretip sevkiyat yapmaktadır. Şirket'in ürettiği bobinleri alan müşteriler, kendi tesislerinde bu kağıt ile konverting faaliyeti gerçekleştirmekte ve kesip, paketleyip ürüne dönüştürmektedir. Kağıt, farklı gramaj, mukavemet, kalınlık, yumuşaklık, hava geçirgenliği, beyazlık ve daha birçok parametre ile değişebilecek özelliklerde yapılabilmekte ve bu sebeple teknik özellikleri açısından büyük miktarda tüketim yapan müşterilerce hassasiyetle ölçümlenmekte ve üründen ürüne değişim göstermektedir.

Konverting (Bitmiş Ürün, Katlı-Rulo Ürünler ve Hızlı Tüketim Faaliyeti)

Şirket, 11-40 gram/m2 ağırlığında, %100 selülozdan yapılan ve farklı yumuşaklık, kalınlık, emicilik, mukavemette olabilen kağıtlardan, ana ürün grubu olarak tuvalet kağıdı, kağıt havlu, peçete, mendil ve muayene masa örtüsü ürünlerini, katlı ve rulo alternatifli olarak, farklı segmentteki talepleri karşılamak üzere çeşitli reçeteler ve nitelikte şekillendirip paketlemekte ve müşterilerine ulaştırmaktadır. Sektörde konverting olarak adlandırılan bu operasyon, kağıdın kimyasal yapısını değiştirmeden, fiziksel özelliklerinde kısmi değişim yaratıp, en yüksek verimlilik ile kağıdı kabartıp katlarını tutkallama, paketleme, kolileme, paletleme gibi işlemleri içermektedir.

Tedarik Zinciri

Şirket'in ihtiyaç duyduğu ana hammaddesi selülozdur. Şirket selüloz tedariki için Dünya çapında "market pulp" olarak adlandırılan, yani selüloz üreticilerinin kendi entegre tesislerine verdikleri miktar dışında kalanı müşterilerine satış yaptıkları geniş bir havuzdan selüloz temin etmektedir.

2021, 2022 ve 2023 yıllarında Şirket'in satın alım yaptığı selülozların kıta bazlı tedarikçi dağılımında ağırlıklı olarak Güney Amerika'dan selüloz alımı yapmıştır. Avrupa'dan yapılan selüloz alımları çeşitli ülkelerden yapılmakta olup 2021 yılında toplam alımlar içerisindeki payı %37 seviyesindeyken 2023 yılında %34 seviyesine gerilemiştir. 2023 yılında ise toplam alımların %5'i Asya'daki selüloz üreticilerinden tedarik edilmiştir.

Ürün Grupları Bazında Satışlar

2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla bobin satışlarının toplam satışlar içerisindeki payı %61'in üzerinde seyretmektedir. 2021 yılında toplam satışlar içerisindeki payı %34 olan konverting satışları 2023 yılında satışlar içerisindeki payını aynı seviyede korumuştur.

İhracat

Şirket kuruluşundan itibaren 81 ülkeye ihracat yapmış olup son dört yıldır 62 ülkeye 100'den fazla müşteriye düzenli olarak ihracat faaliyetlerine devam etmektedir. Yurt dışı satışların Şirket'in toplam satışları içerisindeki payı 2021, 2022 ve 2023 yılları itibarıyla sırasıyla %68, %71 ve %69'dur.

4. Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 500.000.000 TL olup, 300.000.000 TL'si A Grubu, 200.000.000 TL'si ise B Grubu paylardan oluşmaktadır.

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 500.000.000,00 TL'den 590.000.000,00 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 90.000.000,00 TL nominal değerli 90.000.000,00 adet B grubu payları sermaye artışı ile ve mevcut ortaklardan Orhan ÖĞÜCÜ'ye ait 5.172.000,00 TL, Celal ÖĞÜCÜ'ye ait 3.234.000,00 TL, Aydın ÖĞÜCÜ'ye ait 3.999.000,00 TL, Hatice ÖĞÜCÜ'ye ait 3.096.000,00 TL, Burcu ÖĞÜCÜ GİRİTLİ'ye ait 2.670.000,00 TL, Alp ÖĞÜCÜ'ye ait 2.178.000,00 TL, Duygu ÖĞÜCÜ'ye ait 2.070.000,00 TL, Huriye ÖĞÜCÜ'ye ait 1.956.000,00 TL, Nuray DARICI'ya ait 1.674.000,00 TL, Murat ÖĞÜCÜ'ye ait 1.527.000,00 TL, İrem ÖĞÜCÜ ÖNGEN'e ait 1.518.000,00 TL, Nazlı GÖZÜBÜYÜK'e ait 453.000,00 TL ve Onur ÖĞÜCÜ'ye ait 453.000,00 TL nominal değerli B Grubu pay olmak üzere toplam 120.000.000 TL nominal değerli ve 120.000.000 adet B Grubu paylar halka arz edilecektir. Toplam 120.000.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %20,34 olacaktır.

Halka arz sonucunda Şirket sermaye yapısının aşağıdaki tablodaki gibi olması planlanmaktadır:

Ortağın Adı - Soyadı	Mevcut ve Halka Arz Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı							
	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
	Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)		Pay Tutarı (TL)		Pay Oranı (%)	
	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse	A Grubu Hisse	B Grubu Hisse
Orhan Öğücü	51.700.000	34.500.000	10,34%	6,90%	51.700.000	29.328.000	8,76%	4,97%
Celal Öğücü	32.350.000	21.550.000	6,47%	4,31%	32.350.000	18.316.000	5,48%	3,10%
Aydın Öğücü	40.000.000	26.650.000	8,00%	5,33%	40.000.000	22.651.000	6,78%	3,84%
Hatice Öğücü	30.950.000	20.650.000	6,19%	4,13%	30.950.000	17.554.000	5,25%	2,98%
Burcu Öğücü Giritli	26.700.000	17.800.000	5,34%	3,56%	26.700.000	15.130.000	4,53%	2,56%
Alp Öğücü	21.800.000	14.500.000	4,36%	2,90%	21.800.000	12.322.000	3,69%	2,09%
Duygu Öğücü	20.700.000	13.800.000	4,14%	2,76%	20.700.000	11.730.000	3,51%	1,99%
Huriye Öğücü	19.500.000	13.100.000	3,90%	2,62%	19.500.000	11.144.000	3,31%	1,89%
Nuray Darıcı	16.750.000	11.150.000	3,35%	2,23%	16.750.000	9.476.000	2,84%	1,61%
Murat Öğücü	15.250.000	10.200.000	3,05%	2,04%	15.250.000	8.673.000	2,58%	1,47%
İrem Öğücü Öngen	15.200.000	10.100.000	3,04%	2,02%	15.200.000	8.582.000	2,58%	1,45%
Onur Öğücü	4.550.000	3.000.000	0,91%	0,60%	4.550.000	2.547.000	0,77%	0,43%
Nazlı Gözübüyük	4.550.000	3.000.000	0,91%	0,60%	4.550.000	2.547.000	0,77%	0,43%
Halka Açık Kısım	-	-	-	-	-	120.000.000	-	20,34%
Toplam	300.000.000	200.000.000	60,00%	40,00%	300.000.000	290.000.000	50,85%	49,15%

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur. Şirket'in bağlı ortaklığı Lila Paper

Swiss AG, ihracat ve hammadde ithalatına ilişkin dış ticaret şirketi olarak faaliyet göstermekte olup 2023 yılında İsviçre'de kurulmuştur. Şirket'in bağlı ortaklığı 2023 yılında kurulduğundan 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihli finansal tablolar konsolide olmayan solo Şirket finansal verilerinden oluşmakta olup 31 Aralık 2023 tarihli finansal tablolar konsolide finansal verilerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2023 tarihli konsolide finansal tablolar ve önceki dönemlere ait ilgili tutarlar, fonksiyonel para biriminin genel satın alma gücündeki değişiklikler için yeniden düzenlenmiştir ve sonuç olarak, TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı uyarınca raporlama dönemi sonunda geçerli olan ölçüm birimi cinsinden ifade edilmiştir. 31 Aralık 2022 ve 2021 finansal tablolarda yer alan tüm tutarlar aksi belirtilmedikçe 31 Aralık 2023 satın alım gücü esasına göre ifade edilmiştir.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)	Konsolide Olmayan 31 Aralık 2021	Konsolide Olmayan 31 Aralık 2022	Konsolide 31 Aralık 2023
Dönen Varlıklar	3.862.172.395	5.995.941.282	4.607.702.182
Nakit ve Nakit Benzerleri	831.430.374	627.991.591	998.151.067
Finansal Varlıklar	-	30.056.572	-
Ticari Alacaklar	1.441.325.257	3.049.945.556	2.096.544.226
Diğer Alacaklar	1.335.755	4.080.867	5.619.684
Stoklar	1.396.315.419	2.084.694.124	1.123.335.110
Türev Araçlar	581.127	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	152.765.076	55.243.414	272.971.270
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	1.228.366	49.811.720	36.785.001
Diğer Dönen Varlıklar	37.191.021	94.117.438	74.295.824
Duran Varlıklar	4.018.454.972	3.938.029.224	3.927.552.812
Diğer Alacaklar	8.610.344	8.836.631	6.198.134
Maddi Duran Varlıklar	3.731.818.821	3.677.599.050	3.768.575.930
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12.521.782	16.590.323	18.915.025
Kullanım Hakkı Varlıklar	104.102.947	144.164.625	100.097.722
Peşin Ödenmiş Giderler	44.609.761	78.663.296	33.766.001
Ertelenmiş Vergi Varlığı	116.791.317	12.175.299	-
Toplam Varlıklar	7.880.627.367	9.933.970.506	8.535.254.994
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.971.905.247	3.981.336.085	2.796.224.167
Kısa Vadeli Borçlanmalar	740.313.831	2.195.708.404	1.353.019.747
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.668.151.650	797.960.493	839.076.952
Ticari Borçlar	483.494.305	810.017.329	422.712.358
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	33.849.095	129.199.055	62.450.546
Diğer Borçlar	-	282.096	-
Türev Araçlar	-	-	1.637.673
Ertelenmiş Gelirler	18.904.260	10.445.888	67.705.551
Kısa Vadeli Karşılıklar	17.261.538	27.197.914	21.610.927
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.930.568	10.524.906	28.010.413
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Borçlar	-	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.801.820.302	934.210.454	651.520.809
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.786.320.413	890.470.112	582.271.253
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	49.198.802
Uzun Vadeli Karşılıklar	15.499.889	43.740.342	20.050.754
Özkaynaklar	3.106.901.818	5.018.423.967	5.087.510.018
Ödenmiş Sermaye	107.500.000	107.500.000	500.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	1.901.808.204	1.901.808.204	2.002.474.120
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	79.568.755	104.331.924	123.760.044
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı giderler	(6.467.272)	(11.188.375)	(7.165.804)

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)	Konsolide Olmayan 31 Aralık 2021	Konsolide Olmayan 31 Aralık 2022	Konsolide 31 Aralık 2023
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler	-	-	(483.879)
Geçmiş Yıllar Karları	278.878.967	862.725.424	2.244.461.700
Net Dönem Karı	745.613.164	2.053.246.790	224.463.837
Toplam Kaynaklar	7.880.627.367	9.933.970.506	8.535.254.994

Kaynak: Lila Kağıt İzahnamesi

Şirket'in dönen varlıkları 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla, 3.862.172.395 TL, 5.995.941.282 TL ve 4.607.702.182 TL'dir. 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla dönen varlıkların toplam varlıklar içerisindeki oranı, sırasıyla, %49, %60 ve %54'tür. Yıllar içerisinde dönen varlıkların değişimine neden olan konular, satış tonajı ve karlılık ile artan nakit ve nakit benzerleri ile ticari alacaklar ve selüloz fiyat değişimleri kaynaklı stoklardaki değişimdir.

Nakit ve nakit benzerlerinin dönen varlıklar içerisindeki payı 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %22, %10 ve %22'dir. Nakit ve nakit benzerlerinde 31.12.2023 tarihi itibarıyla 31. Aralık 2022 yıl sonuna kıyasla önemli derece artış meydana gelmesinin temel sebeplerinden biri, 2022 yılı son çeyreğinde gerçekleşen yüksek satış tonajı ve satış fiyatı etkisiyle 2023 tahsilatlarındaki artış ve 2023 yılı ilk çeyreğinden başlayarak yıl ortasına kadar devam eden selüloz hammaddesinin ABD Doları cinsinden fiyat düşüşü ile işletme sermayesi ihtiyacının azalmasıdır. Öte yandan, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, ABD Doları ve Avro kurunun geçen yıl sonuna oranla sırasıyla %57,44 ve %63,40 (TCMB Döviz Alış Kuru) seviyesinde artmasının nakit ve nakit benzerlerinin TL karşılığının yükselmesine sebebiyet vermiştir.

Şirket'in ticari alacakları 31.12.2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 1.441.325.257 TL, 3.049.945.556 TL ve 2.096.544.226 TL'dir. 2022 yılında TM4 dördüncü kağıt makinesinin devreye girmesi ile birlikte satışlar tonaj olarak bir önceki yıla göre %29 oranında artarken, eş zamanlı olarak artan selüloz ton başı fiyatları ile satış fiyatları da bir önceki yıla kıyasla önemli derecede yükselerek satışlar %93 oranında artmıştır. Bunun yansıması olarak, 2022 yılında ticari alacaklar bir önceki yıla göre %112 oranında artmıştır. Satışların artışına paralel olarak artan alacakların önemli bir kısmı ihracat alacaklarından kaynaklandığından alacakların TL karşılığı artan döviz kurları ile birlikte önemli derecede artış göstermektedir. 2023 yılında ise selüloz ton başı fiyatların ABD Doları cinsinden bir önceki yıla oranla önemli derecede düşmesi ile birlikte satışlar TL bazından bir önceki yıla göre %26 oranında azalırken, ticari alacaklar bir önceki yıla göre %31 oranında azalmıştır.

Şirket'in stoklarının önemli bir kısmı, tamamı ithal edilen selüloz hammaddesinden oluşmakta olup stokların TL karşılığı emtia fiyatları de döviz kurundaki değişimden doğrudan etkilenmektedir. 2021 yılında selüloz maliyeti bir önceki yıla göre ABD Doları bazında %44 civarında artış gösterirken 2022 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %31 artış meydana gelmiştir. Gerek ABD Doları bazında gerekse kur kaynaklı stokların TL karşılığı bazında yaşanan bu artış 2022 yılında stoklardaki artışın temelini oluşturmaktadır. 2023 yılında ise selüloz ton başı fiyatlarını ABD Doları bazında bir önceki yıla göre %29 azalış göstermesi ve 2023 yılsonunda 2022 yılsonuna göre %50 oranında daha az selüloz stoğu bulunması sonucunda 2023 yıl sonunda toplam stoklar 2022 yıl sonuna göre %46 oranında azalmıştır.

Şirket'in duran varlıkları 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla, 4.018.454.972 TL, 3.938.029.224 TL ve 3.927.552.812 TL'dir.

Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların duran varlıklar içerisindeki payı 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla, %93, %94 ve %96'dır. 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla maddi ve maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri sırasıyla, 3,74 milyar TL, 3,69 milyar TL ve 3,79 milyar TL'dir. 2022 yılında devreye giren TM4 dördüncü kağıt makinesi başta olmak üzere 2021

yılında toplamda 1,4 milyar TL ve 2022 yılında toplamda 288 milyon TL harcama yapılmış ve 2022 yılında toplamda 1,5 milyar TL’lik yatırım aktifleştirilecek devreye alınmıştır. Şirket 2023 yılında 497 milyon TL’lik yatırım harcaması yapmış ve 195 milyon TL’lik yatırımı aktifleştirerek devreye almıştır. Dönem sonunda 317,5 milyon TL’lik yapılmakta olan yatırımı bulunmakta olup, bu tutarın en büyük kısmı Şubat 2024’te devreye giren Ergene Fabrika’daki güneş enerji santrali yatırımına ilişkindir.

Şirket’in 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla kullanım hakkı varlıklarının toplam tutarları, sırasıyla, 104 milyon TL, 144 milyon TL ve 100 milyon TL’dir. Kullanım hakkı varlıkları kiralama süresi bir yılın üzerinde olan operasyonel kiralama sözleşmelerinden oluşmaktadır.

Peşin ödenmiş giderler duran varlıklar içerisinde yer alan vadeli peşin ödenmiş giderler içerisinde yatırımlara ilişkin verilen avanslar bulunmakta olup 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla yatırımlar için verilen avans toplamı, 44,6 milyon TL, 78,7 milyon TL ve 33,8 milyon TL’dir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla verilen yatırım avanslarının 5,3 milyon TL’si Erzurum fabrika yatırımlarına, 26,5 milyon TL’si 2024 ilk çeyrekte devreye girecek konverting hatlarına ve 715 bin TL’si Ergene GES yatırımına ilişkindir. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla verilmiş olan 74,6 milyon TL tutarındaki avanslar 2023 yılının ilk çeyreğinde devreye alınan konverting hatlarına ilişkindir. 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla verilmiş olan 44 milyon TL tutarındaki avanslar 2022 yılı ilk yarısında devreye alınan dördüncü kağıt üretim hattına ilişkindir.

31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla ertelenmiş vergi varlık/(yükümlülükleri) toplamı sarasıyla 117 milyon TL, 12,2 milyon TL ve (49,2) milyon TL’dir. 2021 yılında Şirket’in yatırım teşviklerinden doğan geçici farklara ilişkin oluşan ertelenmiş vergi varlığının 347 milyon TL olup ilgili dönemde ertelenmiş vergi varlığı oluşmamasına neden olan en büyük unsur yatırım indirimleridir.

31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yıla ilişkin dönem vergi gideri 128,7 milyon TL’dir. Bu vergi giderinin 83,6 milyon TL’si yıl içerisinde ödenmiş olan deprem vergisinden geri kalan 45,1 milyon TL’si ise döneme ait kurumlar vergisi tutarından oluşmaktadır. 2023 yıllı içerisinde ödenen üçüncü dönem geçici vergi tutarı 82 milyon TL olup yıl sonunda hesaplanan kurumlar vergisi tutarının 2023 yılı son çeyreğinde Ergene Fabrika ’da yapımına başlanan güneş enerjisi santraline ilişkin teşvik belgesi avantajına istinaden daha düşük olması sebebiyle, 2024 yılında iade alınacak 36,7 milyon TL cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar olarak finansal tablolarda yer almaktadır.

Şirket’in kısa vadeli yükümlülüklerinin %78’ini oluşturan kısa vadeli finansal borçlar 2022 yılında ABD Doları bazında artan selüloz ton başı fiyatı ve TM4 dördüncü kağıt makinesinin devreye girmesi ile artan tonaj etkisi ile işletme sermayesi ihtiyacında meydana gelen artıştır. Bu artış ile birlikte kısa vadeli yükümlülükler 31 Aralık 2022 tarihinde bir önceki yıla göre %34 oranında artmıştır. 2023 yılında ise ABD Doları bazında düşen selüloz ton başı fiyatının işletme sermayesine pozitif etkisi ile kısa vadeli finansal borçlar 31 Aralık 2023 tarihinde bir önceki yıla göre %30 oranında azalmıştır.

Şirket’in uzun vadeli yükümlülüklerinin en önemli kalemini oluşturan uzun vadeli finansal borçlar 31 Aralık 2022 tarihinde bir önceki yıla göre %50 azalırken, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla bir önceki yıla göre %35 oranında azalmıştır. Bu azalışların temel sebebi, 2022 yılında tamamlanarak üretime başlayan TM4 dördüncü kağıt makinesinin yatırım kredisinin önceki yıllara kıyasla azalması ve ilgili yıllarda uzun vadeli yeni yatırım kredisi kullanılmamasıdır.

Şirket’in toplam özkaynakları, 31 Aralık 2021, 2022 ve 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 3,11 milyar TL, 5,02 milyar TL, 5,09 milyar TL’dir. 2023 yılı Temmuz ayında Şirket tamamını geçmiş yıllardan karşılayacak şekilde nominal tutarı 392,5 milyon TL bedelsiz sermaye artırımını yapmıştır. Özkaynakların toplam varlıklara oranının yıllar içerisinde artışın temel sebebi, artan satış tonajı etkisiyle şirket karlılığındaki artış ve etkin işletme sermayesi yönetimi ile finansal borçların azalmasıdır.

Şirket'in izahnamede yer alan dönemler itibarıyla, net finansal borcu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Finansal Borçlar	4.194.785.894	3.884.139.009	2.774.367.952
Nakit ve Nakit Benzerleri	831.430.374	627.991.591	998.151.067
Net Finansal Borç	3.363.355.520	3.256.147.418	1.776.216.885
FAVÖK	1.623.405.243	3.117.770.253	2.110.546.657
Net Finansal Borç/FAVÖK	2,07	1,04	0,84

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 01.01.2021-31.12.2021, 01.01.2022-31.12.2022 tarihlerinde sona eren yıllara ait kar veya zarar tabloları ile 01.01.2023-31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıla ait konsolide kar veya zarar tablosu aşağıda yer almaktadır.

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Kar veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu (TL)			
	Konsolide Olmayan 01 Ocak - 31 Aralık 2021	Konsolide Olmayan 01 Ocak - 31 Aralık 2022	Konsolide 01 Ocak - 31 Aralık 2023
Hasılat	6.517.012.161	12.605.316.775	9.355.311.619
Satışların Maliyeti (-)	(4.229.590.941)	(8.209.907.804)	(6.536.034.604)
Brüt Kar	2.287.421.220	4.395.408.971	2.819.277.015
Pazarlama ve Satış Giderleri (-)	(843.724.808)	(1.438.320.574)	(952.420.115)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(115.086.118)	(208.281.268)	(217.552.578)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	133.886.989	187.031.698	242.948.652
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(31.979.302)	(26.236.609)	(58.998.535)
Esas Faaliyet Karı	1.430.517.981	2.909.602.218	1.833.254.439
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.370.757	2.732.037	9.243.732
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	1.432.888.738	2.912.334.255	1.842.498.171
Finansman Gelirleri	489.469.350	306.621.474	285.637.059
Finansman Giderleri (-)	(1.820.455.805)	(1.297.394.593)	(1.531.330.673)
Parasal Kayıp/Kazanç	472.165.009	292.354.833	(188.415.316)
Vergi Öncesi Kar	574.067.292	2.213.915.969	408.389.241
Vergi Gideri	171.545.872	(160.669.179)	(183.925.404)
Dönem Vergi Gideri (-)	(601.747)	(100.566.874)	(128.678.324)
Ertelenmiş Vergi Geliri	172.147.619	(60.102.305)	(55.247.080)
Net Dönem Karı	745.613.164	2.053.246.790	224.463.837
Pay Başına Kazanç	1,49	4,11	0,45

Kaynak: Lila Kağıt İzahnamesi

Şirket'in üretimini ve satışını gerçekleştirdiği temizlik kağıdı ürünleri kağıt bobin ve konverting ürün olarak iki sınıfa ayrılmaktadır. 2023,2022 ve 2021 yılları itibarıyla toplam satış hasılatı sırasıyla 9,36 milyar TL, 12,61 milyar TL ve 6,5 milyar TL'dir. Yurt dışı satışlar toplam satışlar içerisindeki payı 2023, 2022 ve 2021 yılları itibarıyla sırasıyla, %69, %71 ve %68'dir. Şirket satış gelirlerinin TL karşılığı 2022 yılında bir önceki yıla göre %93 oranında artarken ABD Doları cinsinden satışlar %78 oranında artmıştır. Değişimin temel sebepleri 2022 yılında yatırımı tamamlanıp aktifleştirilmiş olan dördünü kağıt makinesi ile Şirket toplam satış tonajı %29 oranında artış göstererek 149 bin tondan 192 bin tona yükselmiş olması ile birlikte 2022 yılında selüloz hammaddesinin ABD Doları cinsinden tutarında %31 oranında artış meydana gelmesidir. Değişimin bir diğer nedeni ise, 2022 yılında Şirket satışlarının %71'i ihracat satışlarından oluşmaktadır, ABD Dolar kuru ve Avro kuru bir önceki yıl ortalamasına kıyasla sırasıyla %86,90 ve %66,31 (TCMB Döviz Alış Kuru Yıl Ortalaması) oranında artış göstermiş olup satışların TL karşılığı önemli derecede yükselmiştir.

Şirket'in satış gelirlerinin TL karşılığı 2023 yılında bir önceki yıla göre %26 oranında azalış gösterirken ABD Doları cinsinden karşılığı %21 oranında azalmıştır. Bu değişimin temel sebepleri; 1) 2023 yılı satış tonajı bir önceki yıla göre %3 düşmüştür, 2) 2023 yılında Şirket satışlarının %69'u ihracat satışlarından oluşmaktadır. Bu dönemde döviz kurlarının önceki yıl ortalamalarına kıyasla artış göstermiş ancak 2023 yılı yıllık enflasyon oranının altında kalmıştır. Bu nedenle enflasyona göre düzeltilmiş olan finansal tablolarda yer alan 2023 satışlarının TL karşılığı 2022 yılına göre %26 oranında azalmıştır. 3) 2023 yılında 2022 yılına kıyasla ABD doları cinsinden selüloz hammaddesinin ton başı fiyatının düşmesi, ABD Doları cinsinden ortalama satış fiyatının bir önceki yıla göre %19 oranında düşmesine sebebiyet vermiştir.

Şirket'in brüt karı 2021 2022 ve 2023 yılları itibarıyla sırasıyla 2,3 milyar TL, 4,4 milyar TL ve 2,8 milyar TL'dir. Aynı yıllarda Şirket'in brüt karlılık oranları ise sırasıyla %35, %35 ve %30 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında brüt kar marjının düşmesinin temel nedenleri; 2022 yıl sonunda yüksek selüloz stoğu ile 2023 yılına başlanmış olmasının enflasyon etkisi ile birlikte satılan malın maliyetini negatif etkilemesi ve 2023 yılında düşen selüloz fiyatlarının ulusal ve uluslararası piyasalarda rekabetçi satış politikalarının satış fiyatları üzerindeki negatif etkisidir.

Şirket'in faaliyet giderleri, 2021 2022 ve 2023 yılları itibarıyla sırasıyla 959 milyon TL, 1,65 milyar TL ve 1,17 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri artan satış hacmine ve büyüyen yapısına paralel artış göstermiştir.

Şirket'in FAVÖK marjı, 2021 2022 ve 2023 yılları itibarıyla sırasıyla %25, %25 ve %23 olarak gerçekleşmiştir. Aynı yıllarda Şirket'in FAVÖK tutarı ise sırasıyla 1,6 milyar TL, 3,1 milyar TL ve 2,1 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in net dönem karı; 2021,2022 ve 2023 yılları itibarıyla 746 milyon TL, 2,05 milyar TL ve 225 milyon TL'dir. Şirket'in net kâr marjı 2021 yılında %11,4, 2022 yılında %16,3 ve 2023 yılında %2,4 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in izahnamede yer alan dönemler itibarıyla, brüt kar, net dönem karı ve FAVÖK değeri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Net Satışlar	6.517.012.161	12.605.316.775	9.355.311.619
Brüt Kar	2.287.421.220	4.395.408.971	2.819.177.412
Marj	35,1%	34,9%	30,1%
Net Dönem Karı	745.613.164	2.053.246.790	224.564.298
Marj	11,4%	16,3%	2,4%
FAVÖK	1.623.405.243	3.117.770.253	2.110.546.657
Marj	24,9%	24,7%	22,6%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Erzurum Fabrika Yatırımı	%30
İşletme Sermayesi	%30
Ergene Fabrika Yatırımları	%15
Yenilenebilir Enerji Yatırımı	%15
Finansal Borçluluk Seviyesinin Azaltılması	%10

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket; halka arzdan elde edilecek brüt halka arz gelirinin sermaye artırımına ilişkin masraflar düşüldükten sonra kalan net tutarı, aşağıdaki şekilde kullanmayı hedeflemektedir.

Halka arz gelirinin %30'una tekabül eden kısmının; Erzurum Merkez 2OSB Bölesinde kurulacak olan Erzurum fabrika yatırımlarına harcanması planlanmaktadır. Temmuz 2023'de ilgili yatırıma ilişkin teşvik belgesi alınmış, teşvik kapsamında Erzurum Merkez 2. OSB'de 144 bin m²'lik arsa tahsisi yapılmış ve yatırım projelendirmesi ile birlikte yılın ikinci yarısında alt yapı ve hafriyat işlemlerine ilişkin harcamalara başlanmıştır. İki faz halinde yürütülecek olan yatırım programının birinci fazını oluşturan konverting üretim tesisinin yatırım döneminin 2024-2025 yılları arası olacağı öngörülmüş olup 2025 yılının ilk yarısında konverting üretim tesislerinde üretimin başlaması planlanmaktadır. Yatırımın ikinci fazını oluşturan beşinci kağıt üretim hattı TM5'in yatırım döneminin 2024-2026 yılları arası olacağı öngörülmüş olup 2027 yılının başında devreye girmesi planlanmaktadır. TM5 kağıt üretim hattı kapasitesinin brüt 35.000 ton/yıl olması planlanmakta olup Erzurum kağıt üretim hattının tamamlanması ile birlikte Şirket kağıt üretim kapasitesinin brüt 271.042 ton/yıldan brüt 306.000 ton/yıla çıkmasını ve kapasite kullanım oranının da bu doğrultuda önemli derecede yükselmesini hedeflemektedir. Erzurum fabrika yatırımı için ayrılan halka arz gelirinin %50'sinin altyapı, yardımcı tesisler, enerji sistemleri, fabrika ve depo alanlarının inşaatında, geri kalan %50'sinin ise TM5 beşinci kağıt üretim hattında kullanılması planlanmaktadır.

Halka arz gelirinin %30'una tekabül eden kısmının Şirket'in net işletme sermayesini güçlendirmek için kullanılması planlanmaktadır. Şirket yapılan yatırımlar doğrultusunda artan kapasite ve satış hacmini desteklemek için ek işletme sermayesine ihtiyaç duyacaktır. Sektörün ana hammadde selüloz olup tamamı ithal edilmektedir. Buna ek olarak özellikle son yıllarda pandemi etkisi ile başlayan uluslararası ekonomik krizler, politik konjonktürel değişimler, lojistik/navlun krizleri, enerji maliyetlerinin artması gibi faktörler hammadde ve diğer maliyet kalemleri üzerinde yoğun ve hızlı etkisi olan temel unsurlar arasında yer almaktadır. Bu değişimler dönemsel olarak daha fazla finansal kaynak ihtiyacına sebebiyet verebilmektedir. Bu çerçevede ilgili tutarın, Şirket artan maliyetler ve satış hacimlerine bağlı olarak gerekli olan işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması için kullanılması planlanmaktadır.

Halka arz gelirinin %15'ine tekabül eden kısmının, Ergene Fabrika yatırımlarına harcanması planlanmaktadır. Ergene fabrika yatırımı için planlanan yatırımların önemli bir kısmı konverting hatlarındaki kapasite artışı kaynaklı olup, yeni makineler ile modernizasyon ve otomasyon hedeflenerek üretim verimliliğinde artış, sabit giderlerde ise tasarruf ve uluslararası rekabetçilikte güç kazanımını öngörülmüştür. Bu kapsamda Ergene fabrikada yapılacak yatırım harcamaları yeni üretim hatları yatırımı, akıllı depo yatırımı, modernizasyon/yenileme ve kapasite artırıcı yatırımlar ve dijital dönüşüm yatırımları olarak dört grup altında sınıflandırılmıştır. Ergene fabrika yatırımı için ayrılan halka arz gelirinin %30'u akıllı depo yatırımı, %30'u yeni üretim hatları yatırımı, %30'u modernizasyon/yenileme ve kapasite artırıcı yatırımlarda ve geri kalan %10'luk kısmında dijital dönüşüm yatırımlarında kullanılması planlanmaktadır.

Halka arz gelirinin %15'ine tekabül eden kısmının, yenilenebilir enerji kaynakları yatırımlarına harcanması planlanmaktadır. Şirket'in ESG (ÇYS) planlarını da destekleyecek şekilde yenilenebilir enerji yatırımları bulunmaktadır. Ergene Fabrika 'da 2023 yılı içerisinde başlayan 14,5 MW'lık çatı GES yatırımının 12,5 MW'lık kısmı Şubat 2024 tarihi itibarıyla devreye alınarak üretime başlanmıştır. Mevcut yatırım planları kapsamında Erzurum fabrikada iki faz halinde tamamlanarak 2025 ve 2026 yıllarında devreye girmesi hedeflenen toplamda 18 MW'lık GES yatırımı planlanmaktadır. Mevcut fizibilite çalışmaları kapsamında 17,5 MW'lık üçüncü bir GES yatırımının ise Doğu Anadolu bölgesinde arazi üzerine kurulacak şekilde yapılması planlanmakta olup fizibilitesi ve prosedürel süreçleri devam eden projeler bulunmaktadır. Şirket, mevcut yenilenebilir enerji yatırımları kapsamında toplamda 50 MW'lık bir elektrik üretimi hedeflerken, tamamını öz tüketim için kullanacaktır. Bu kapsamda, kendi

elektrik enerjisi ihtiyacının %25’lik kısmını yenilenebilir kaynaklardan karşılayarak maliyeti düşürmeyi ve sera gazı emisyonunu azaltmayı hedeflemektedir.

Şirket halka arz gelirlerinin %10’una tekabül eden kısmının, işletme sermayesi için kullanılan kısa vadeli mevcut finansal borçların bir bölümünü geri ödenmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Şirket’in halka arzdan elde edilecek net gelirleri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar; fonun değerini korumak adına nemalandırabilecektir. Alınan süre boyunca ilgili fonun ne şekilde nemalandırılacağına, global ve yerel ekonomik şartlar dikkate alınarak, mevzuata uygunluk çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Ak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerleme çalışmasında, “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımı” yöntemleri kullanılmıştır.

7.1. “Piyasa Çarpanları” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

BİST Orman Kağıt Basım endeksi kapsamında yer alan 16 adet firma bulunmaktadır. Bu şirketlerden faaliyetleri bakımından Lila Kağıt ile en benzer olduğu düşünülen firmaların Piyasa Değeri, Firma Değeri ve FAVÖK verileri ile hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Benzer şirketlerin 28.02.2024 tarihi itibarıyla Firma Değerleri ile ilgili şirketlerin 30.09.2023 tarihi itibarıyla son bir yıllık FAVÖK ve Net Borç rakamları kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda kırmızı ile belirtilip üzeri çizilen, Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarından 25’ten büyük değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir.

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (milyon USD)	Net Borç/(Net Nakit) (30.09.2023) (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	2023/9 SBY FAVÖK (milyon USD)	Firma Değeri/FAVÖK (x)
Alkim Kağıt San. Ve Tic. A.Ş	208	(14)	194	16,2	12,0
Kaplamın Ambalaj San. Ve Tic. A.Ş	87	4	90	2,1	42,0
Kartonsan Karton San. ve Tic. A.Ş	298	(5)	293	-2,3	a.d
Konya Kağıt San. Ve Tic. A.Ş	237	(14)	223	11,3	19,8
Europap Tezol Kağıt San. Ve Tic. A.Ş	321	(12)	310	29,1	10,6
Mondi Türkiye Olkulu Mukavva Kağıt ve Ambalaj San. A.Ş	251	36	287	24,1	11,9
Viking Kağıt ve Sülülöz A.Ş	46	25	71	-0,6	a.d
Medyan					11,9

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Faaliyetleri bakımından Lila Kağıt ile en benzer olduğu düşünülen yurt dışı piyasalarda işlem gören, Lila Kağıt gibi kağıt sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler hakkında aşağıdaki tabloda bilgi verilmektedir. Aşağıdaki tabloda kırmızı ile belirtilip üzeri çizilen, Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarından 25’ten büyük değerlere sahip olan firmalara yer verilmemiştir.

Benzer Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri (milyon USD)	Net Borç/(Net Nakit) 30.12.2023 (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	2023/12 SBY FAVÖK (milyon USD)	Firma Değeri/FAVÖK (x)
Bashundhara Paper Mills Limited	Bangladeş	112	200	312	27,0	11,6
Clearwater Paper Corporation	ABD	648	485	1.133	279,8	4,0
Empress CMPC S.A	Şili	4.448	4.960	9.408	909,9	10,3
Grigeo AB	Litvanya	159	(33)	126	41,4	3,0
Kimberley-Clark de Mexico,S.A.B de C.V	Meksika	6.592	640	7.232	769,5	9,4
Metsa Board Oyj	Finlandiya	2.710	162	2.872	131,8	21,8
Sappi Limited	Güney Afrika	1.348	1.216	2.564	178,0	14,4
Stora Enso Oyj	Finlandiya	9.970	3.033	13.003	534,3	24,3
Suominen Oyj	Finlandiya	170	48	218	9,0	24,3
Medyan						11,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan analizinde dikkate alınan benzer şirketlerin FAVÖK ve net borç tutarları için 30.09.2023 dönemi baz alınıp, yıllıklandırılmış ve 30.09.2023 tarihi itibarıyla son bir yıllık TCMB ABD Doları/Türk Lirası ortalama kuru kullanılmıştır. Lila Kağıt'ın değerlemesine baz teşkil eden finansal veriler 31.12.2023 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış FAVÖK ve Net Finansal Borç Tutarları kullanılmış olup, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Veri	TL	ABD Doları/TL**	ABD Doları
FAVÖK*	2.110.546.657	29,4382	71.694.148
Net Finansal Borç	1.776.216.885	29,4382	60.337.143

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*FAVÖK tutarı net satışlardan amortisman hariç satılan malın maliyeti, satış ve pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri düşülerek hesaplanmıştır.

**TCMB 31.12.2023 ABD Doları/TL alış kuru

Lila Kağıt'ın özsermaye değeri, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanları eşit oranda (her biri ½ oranında) ağırlıklandırılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi hesaplanmaktadır.

ABD\$	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Şirketler
Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Medyanı	A	11,9x	11,6x
Lila Kağıt FAVÖK'ü	B	71.694.148	
Lila Kağıt Firma Değeri	C = A x B	856.530.629	830.820.252
Lila Kağıt Net Finansal Borcu	D	60.337.143	
Lila Kağıt Özsermaye Değeri	E= C- D	796.193.486	770.483.109
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	F	50%	50%
Lila Kağıt Özsermaye Değeri	G = $\sum (E \times F)$	783.338.298	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları ile Lila Kağıt'ın özsermaye değeri 783.338.298 ABD Doları hesaplanmıştır.

7.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

AOSM	Hesaplama Formülü	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Getiri Oranı	A	8,0%	7,8%	7,6%	7,5%	7,5%
Piyasa Risk Primi	B	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	C	100%	100%	100%	100%	100%
Özsermaye Maliyeti	$D = A + B \times C$	13,5%	13,3%	13,1%	13,0%	13,0%
Borçlanma Maliyeti	E	10,0%	9,8%	9,6%	9,5%	9,5%
Vergi Oranı	F	2,1%	2,3%	1,3%	3,3%	20,0%
Hedef Özkaynak Oranı	G	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Hedef Borç Oranı	H	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
AOSM	$I = D \times G + H \times (1-F) \times E$	11,6%	11,4%	11,3%	11,1%	10,3%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yukarıdaki varsayımlar ışığında, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti projeksiyon dönemi için sırasıyla %11,6, %11,4, %11,3, % 11,1 ve %10,3 olarak hesaplanmıştır.

Lila Kağıt İNA Analizi Sonucu

İNA çalışmasında yer alan tablolarda sunulan geçmiş dönem verileri TL olarak hazırlanan bağımsız denetçi raporu baz alınarak ve ABD Doları karşılıkları ise 31.12.2023 tarihli TCMB döviz alış kuru kullanılarak hesaplanmıştır. Şirket'in bağımsız denetçi raporunda yer alan finansal durum tabloları ile kar-zarar tabloları KGK tarafından yayımlanan 23 Kasım 2023 tarihli "Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru" kapsamında 31 Aralık 2023 tarihli konsolide finansal tablolar TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur. İNA çalışmasında yer alan tablolarda sunulan geçmiş dönem verileri TL cinsinden olup, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre gösterilmiştir. Bu sebeple, ABD Doları karşılıkları için 31.12.2023 tarihli TCMB döviz alış kuru kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akış projeksiyonları, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucu söz konusu olabilir.

(Bin ABD \$)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	363.775	422.794	396.892	476.825	484.517
Satışların Maliyeti	246.820	283.170	251.929	304.534	308.420
Brüt Kâr	116.955	139.625	144.963	172.292	176.097
Faaliyet Giderleri	43.843	50.725	52.059	58.266	58.690
Esas Faaliyet Karı	73.112	88.900	92.904	114.026	117.407
(+) Amortisman	12.830	12.915	12.255	14.992	14.025
Esas Faaliyetlerden Diğer (Gelir) /Giderler	-	-	-	-	-
FAVÖK	85.942	101.814	105.158	129.017	131.432
(-) Yatırım Harcamaları	17.530	38.076	50.742	5.400	5.400
(-) Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	12.805	17.127	-9.034	23.531	2.147
(-) Vergi	1.537	2.018	1.223	3.721	23.481
Serbest Nakit Akımları	54.070	44.593	62.227	96.365	100.403
AOSM	11,6%	11,4%	11,3%	11,1%	10,3%
İndirgeme Oranı	1,06	1,18	1,31	1,46	1,61
İndirgenmiş Nakit Akımları	51.172	37.871	47.487	66.195	62.529

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu (milyon ABD \$)	Hesaplama Formülü	Tutar
İNA Toplamı 2024-2028 (milyon USD)	A	265,3
Uç Dönem Büyüme Oranı	B	2%
Uç Değerin 2028'deki Değeri (milyon USD)	C	1.234
Uç Değerin Bugüne İndirgeme Oranı	D	1,61
Uç Değerin Bugünkü Değeri (milyon USD)	E= C / D	768,4
Firma Değeri (milyon USD)	F= A + E	1.034
Net Borç (31.12.2023) (milyon ABD\$)	G	60,3
Lila Kağıt %100 Özsermaye Değeri (milyon ABD \$)	H = F-G	973,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Lila Kağıt'ın Özsermaye Değeri 973,3 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemiyle ulaşılan özsermaye değerinin farklı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve yine farklı reel uç dönem büyüme oranı kullanıldığında ortaya çıkan değeri, aşağıdaki tabloda incelenmektedir.

	AOSM Değişimi					
		-%2,0	-%1,0	%0,0	%1,0	%2,0
Uç Değer	-%2,0	1.035,8	911,7	812,0	730,1	661,7
Büyüme	-%1,0	1.157,1	1.004,0	884,0	787,5	708,3
Oranı	%0,0	1.316,9	1.121,4	973,3	857,3	764,0
Değişimi	%1,0	1.537,0	1.276,2	1.087,2	943,9	831,7
	%2,0	1.859,4	1.489,4	1.237,1	1.054,2	915,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.3. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında, piyasa çarpanları analizi ve indirgenmiş nakit akımları analizi kullanılmıştır.

(milyon ABD \$)	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Lila Kağıt'ın Özsermaye Değeri	A	783,3	973,3
Yöntemin Ağırlığı	B	%60	%40
Lila Kağıt'ın Ortalama Özsermaye Değeri	C= $\sum(A \times B)$		859,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması neticesinde, piyasa çarpanları analizi yöntemine %60, İNA analizi yöntemine ise, devam eden yatırımların projeksiyon dönemi içerisinde tamamlanacak olması sebebiyle, ihtiyatlık gereği %40 ağırlık verilerek Lila Kağıt'ın özsermaye değeri 859,3 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Lila Kağıt'ın 1 adet pay başına düşen değeri:

1 Adet Pay Başına Düşen Değer	Değer
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (milyon ABD Doları)	859,3
28.02.2024 tarihli TCMB ABD Doları/ TL Alış Kuru	31,0737
Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri (milyon TL)	26.703
Lila Kağıt'ın Çıkarılmış Sermayesi (nominal milyon TL)	500
1 Adet Lila Kağıt Payı Başına Düşen Değer (TL)	53,41

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında 1 adet Lila Kağıt payı başına düşen ortalama değer 53,41 TL olarak hesaplanmıştır.

	Değer
1 Adet Lila Kağıt Pay Başına Hesaplanan Değer	53,41
Halka Arz İskontosu	%30,0
1 Adet Lila Kağıt Payının Halka Arz Fiyatı	37,39

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka arz fiyatı olarak belirlenen 37,39 TL için halka arz iskontosu %30,0 olarak hesaplanmaktadır.

8. Görüş

- Lila Kağıt için Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen gerek Şirket projeksiyonlarının dayandığı varsayımlar, gerekse de sektörel bilgilerin kapsamlı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Şirket'in değerlemesi için Gelir Yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akım Analizi Yönteminin ve Pazar Yaklaşımı çerçevesinde de Çarpan Değerlemesinin kullanılmasını makul bulmakla birlikte İNA Analizinde kullanılan varsayımların değişmesi ile farklı sonuçlara ulaşabileceğini belirtmek isteriz.
- İNA Analizi yönteminde Şirket'in projeksiyonlarının ABD Doları bazında yapılmasını makul bulmakta olup, AOSM çalışmasında alınan ABD Doları bazında risk primi olan %5,5 oranının ihtiyatlı bir oran olduğunu düşünmekteyiz.
- Çarpan çalışmasında yurt içi ve yurtdışında yer alan benzer şirketlerin değerlemeye eşit ağırlıklı olarak katkıda bulunmasını makul bulmaktayız.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %30 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 37,39 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.