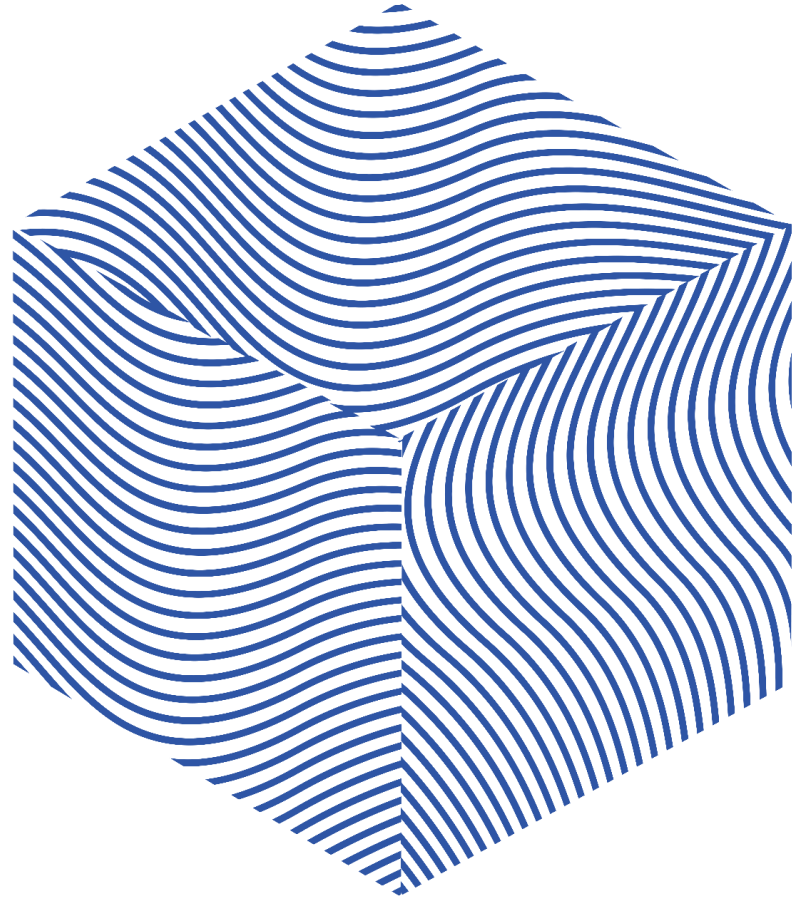


Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

29 Nisan 2024



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında	5
2.1	Üretim Faaliyetlerine ilişkin Genel Bilgi	5
2.1.1	Fabrikalar ve Kapasiteler	5
2.2	Satışlara İlişkin Genel Bilgi	6
3	Finansal Durum	8
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	10
4.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	10
4.1.1	Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları Analizi	10
4.1.2	Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları	10
4.2	Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)	11
5	Değerleme Sonucu	13
6	Görüş	14
6.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	14
6.2	Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	14
6.3	Sonuç	14

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım" ve "Yapı Kredi Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Lila Kağıt" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 28 Şubat 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcılara Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	500.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%20,34
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: 90.000.000 TL nominal değerli pay Ortak Satış: 30.000.000 TL nominal değerli pay
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	120.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %70 Yurt İçi Kurumsal: %20 Yurt Dışı Kurumsal: %10
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün süre ile yapılması planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	4.486.800.000 TL
Talep Toplama	30 Nisan ve 2-3 Mayıs 2024
Halka Arz Fiyatı	37,39 TL
Bağımsız Denetçi	DRT Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası			
	(TL)		(%)		(TL)		(%)	
	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 Ögücü	51.700.000	34.500.000	10,34%	6,90%	51.700.000	29.328.000	8,76%	4,97%
Celal Ögücü	32.350.000	21.550.000	6,47%	4,31%	32.350.000	18.316.000	5,48%	3,10%
Aydın Ögücü	40.000.000	26.650.000	8,00%	5,33%	40.000.000	22.651.000	6,78%	3,84%
Hatice Ögücü	30.950.000	20.650.000	6,19%	4,13%	30.950.000	17.554.000	5,25%	2,98%
Burcu Ögücü Giritli	26.700.000	17.800.000	5,34%	3,56%	26.700.000	15.130.000	4,53%	2,56%
Alp Ögücü	21.800.000	14.500.000	4,36%	2,90%	21.800.000	12.322.000	3,69%	2,09%
Duygu Ögücü	20.700.000	13.800.000	4,14%	2,76%	20.700.000	11.730.000	3,51%	1,99%
Huriye Ögücü	19.500.000	13.100.000	3,90%	2,62%	19.500.000	11.144.000	3,31%	1,89%
Nuray Darcı	16.750.000	11.150.000	3,35%	2,23%	16.750.000	9.476.000	2,84%	1,61%
Murat Ögücü	15.250.000	10.200.000	3,05%	2,04%	15.250.000	8.673.000	2,58%	1,47%
İrem Ögücü Öngen	15.200.000	10.100.000	3,04%	2,02%	15.200.000	8.582.000	2,58%	1,45%
Onur Ögücü	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	-	-	-	-	-	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%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdese Aralık
Erzurum Fabrika Yatırımı	30%
Ergene Fabrika Yatırımları	15%
Yenilenebilir Enerji Yatırımları	15%
İşletme Sermayesi	30%
Finansal Borçluluk Seviyesinin Azaltılması	10%

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında

2.1 Üretim Faaliyetlerine İlişkin Genel Bilgi

2006 yılında kurulmuş olan Lila Kağıt, Tekirdağ Ergene ilçe sınırları içerisindeki Ergene 2OSB'deki üretim tesisinde, kağıt ve konverting temizlik kağıdı (Şirket'e ait ve tescilli öz markalar ile Şirket müşterilerine ait ve tescilli özel markalar) üretim faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Kağıt üretim faaliyetlerinin diğer tekstil faaliyetlerinin gerçekleştiği, üretim lokasyonunda kurulmasının temel sebepleri, enerji, su, iş gücü ve lojistik imkanlarına erişim kaynaklıdır.

2005 yılında önce Marmara Pamuklu Mensucat Sanayi ve Ticaret AŞ. 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. Kağıt ve konverting faaliyetleri haricinde kalan faaliyetler, diğer faaliyetler kapsamında gruplandırılmıştır.

2.1.1 Fabrikalar ve Kapasiteler

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

- Toplamda 271.042 ton brüt kapasiteli TM 1, TM 2, TM 3 ve TM 4 olmak üzere 4 adet kalıt 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 depolar,
- İdari bina, enerji santrali, buhar kazanları, su depoları ve arıtma bulunmaktadır.

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.

Tablo 4: Üretim Kapasiteleri

Üretim Kapasitesi (Ton)	2021	2022	2023
Kapasite (Brüt)	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	112.393	148.383	142.101
Konverting	47.453	58.523	55.935
Kapasite Kullanım Oranı	85%	87%	81%

Kaynak: İzahname

Ergene fabrikada, elektrik ve buhar ihtiyacının karşılanması ve üretim maliyetlerinin kesintisiz olarak devam etmesi amacıyla 2005 yılında kurulan kendisine ait bir enerji santrali bulunmaktadır.

Santralin 43,65 MW'lık elektrik üretim lisansı bulunmakta olup, gerekli olan miktar doğalgaz ve kömür kazanları aracılığıyla üretilebilmektedir. Bununla birlikte, tesis içerisindeki ekipman gücü 70 MW'a kadar üretim yapabilme imkanı tanımaktadır. Sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda; Ergene Fabrika'da 14,5 MW, Erzurum Fabrika'da 18 MW, Doğu Anadolu bölgesinde 17,5 MW olmak üzere toplam 50 MW'lık projelendirilmiş GES projesi de şirketin yenilenebilir enerji yatırım planları arasında yer almaktadır.

2.2 Satışlara İlişkin Genel Bilgi

2021, 2022 ve 2023 dönemlerinde gerçekleştirilmiş olan satışlar ürün grupları bazında aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 5: Ürün Gruplarına Göre Satış Rakamları

Ürün Grubu (TL)	2021	%	2022	%	2023	%
Bobin	3.981.620.248	61%	8.041.463.968	64%	5.827.324.994	62%
Konverting	2.189.307.232	34%	3.680.980.095	29%	3.165.766.459	34%
Rulo Ürünler	1.685.766.569	77%	2.760.735.071	75%	2.279.351.850	72%
Katlı Ürünler	503.540.663	23%	920.245.024	25%	886.414.609	28%
Diğer	346.084.681	5%	882.872.712	781.	362.220.166	4%
Toplam	6.517.012.161	100%	12.605.316.775	100%	9.355.311.619	100%

Kaynak: İzahname

Diğer satışlar, tekstil, enerji ve dönemsel olarak selüloz satışlarından oluşmakta olup özellikle enerji ve selüloz satışlarında yıllar bazında devamlılık arz eden bir satış stratejisi olmaması sebebiyle diğer satışların satışlar içerisindeki payı değişkenlik göstermektedir.

2022 yılında 12,6 milyar TL'lik satış cirosuna ulaşılırken satış tonajı da yıllar bazında artış göstererek 2022 yılında bir önceki yıla kıyasla %29 oranında artarak 192.167 ton seviyelerine ulaşmıştır. Bobin'de TM4 kağıt makinesinin de devreye girmesi ile birlikte 2022 yılında satış tonajı bir önceki yıla kıyasla %35 oranında artış gösterirken konverting ürünlerinde 2022 ve 2021 yılında devreye giren yatırımların da etkisi ile satış tonajı 2022 yılında bir önceki yıla kıyasla %16 oranında artmıştır. 2023 yılında konverting satış tonajını bir önceki yıla kıyasla benzer seviyede korurken bobin tonajında bir önceki yıla göre %4'lük düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün temel sebepleri arasında; 2023 yılı başlangıcında selüloz fiyatlarında yaşanan ani düşüşle tüm Dünya'da müşterilerin stok azaltması kaynaklı talep azalışı, Çin'de uzun süre etkisi yaşanan pandemi sürecinin atlatılmasının ardından üreticilerin çok hızlı biçimde düşen fiyatlarla ucuz selüloz temin etmesi ve Çin iç

pazarındaki talebin artmamasına bağlı ihrac pazarlarında çok rekabetçi fiyatlar sunulması yer almaktadır. Şirket, ürettiği ürünlerle markalı konverting alanındaki faaliyetlerini, yurt içi pazarı için Sofla, Maylo, Ultra

Şirket, mevcut markalı ürünlerinin yanı sıra müşterilerinin ihtiyaçları doğrultusunda uygun çözümler ve ürün alternatifleri geliştirip özel markalı ürünler de üretmektedir. Bitmiş ürün, konverting faaliyet alanında satış ve pazarlaması yapılmak üzere %100 saf selüloz hammaddeden üretilmiş temizlik kağıdı bobinlerinin konverting tesislerinde belirli sırayla çeşitli işlemlere tabi tutularak tüketicilerin kullanımına sunulabilecek çeşitli fonksiyonel özellikleri gösterecek farklı formlara getirilen hijyenik temizlik kağıdı ürünlerini ifade etmektedir. Şirket, konverting ürünleri kapsamında ev içi ve ev dışı kullanım alanlarında tüketilebilen hijyenik temizlik kağıdı kategorisinde tuvalet kağıdı ürünleri, kağıt havlu ürünleri, peçete ürünleri, mendil ürünleri ve diğer kağıt ürünleri olmak üzere 5 temel kağıt bitmiş ürün grubunun üretim, satış ve pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir. Diğer kağıtlar grubu altında bugün ağırlıklı medikal işlevde ürünler bulunmaktadır. Tüketicilere sunulan hijyenik temizlik kağıtları, farklı türlerde sarım, katlama ve kesim yöntemleri kullanılarak üretilmektedir. Ortaklaşan yöntemler Şirket'in konverting ürün sınıflarını belirlemektedir ve her bir ürün sınıfı, farklı özelliklere, boyutlara ve kullanım amaçlarına sahip çeşitli ürün tiplerini kapsamaktadır. Ürün portföyündeki tüm ürün grupları %100 saf selülozdan üretilmektedir ve mevcut üretim yapısında hiçbir ürün grubunda geri dönüşümlü kağıttan üretilen kağıtlar kullanılmamaktadır.

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

Berrak; yurt dışı pazarı için Nua, ev dışı tüketim için Nua Professional markaları ile sürdürmektedir.

Tablo 6: Lila Kağıt Ürün Grubuna Göre İhracat Payları

Lila Kağıt ihracat Payı	2021 İhracat Tutarı (Bin ABD Doları)		Lila Kağıt İhracat Payı %	2022 İhracat Tutarı (Bin ABD Doları)		Lila Kağıt İhracat Payı %	2023 İhracat Tutarı (Bin ABD Doları)		Lila Kağıt İhracat Payı %
	Türkiye	Lila Kağıt(*)		Türkiye	Lila Kağıt(*)		Türkiye	Lila Kağıt(*)	
Ürün Grubu	Türkiye	Lila Kağıt(*)		Türkiye	Lila Kağıt(*)		Türkiye	Lila Kağıt(*)	
Bobin	320.750	132.930	41%	566.145	242.783	43%	517.836	187.069	36%
Konverting	139.987	17.637	13%	164.104	22.326	14%	207.724	28.463	14%
Toplam	460.737	150.567	33%	730.249	265.109	36%	725.560	215.532	30%

Yukarıdaki tabloda yer alan veriler 31 Aralık 2023 satın alım gücüne göre endekslenerek ifade edilmemiştir.

(*) İhracat ve ihrac kayıtlı olarak yapılan satışların fiili olarak çıkış verileridir.

Kaynak: İzahname

Şirket, bobin ihracat satışlarının yanı sıra ağırlıklı olarak yurt içinde satış yaptığı konverting ürünlerinin de yurt dışında satışına 2008 yılında başlamıştır. Bu doğrultuda halihazırda kimisi Türkiye 'ye komşu ülkelerde kimisi ise uzak pazarlarda olan bayilikler oluşturulmuştur. Bobin alan yurt dışı müşterilerinin konverting ürün ihtiyaçlarını tamamlamak üzere gerçekleştirilen yurt dışı konverting satışları olduğu gibi Şirket, yurt dışında perakende veya ev dışı tüketim aşanında bayilerinin girdiği ihaleler ile uzun süreli bağlantılar kurmaktadır.

3 Finansal Durum

Tablo 7: Bilanço

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
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
-İlişkili olmayan taraflardan 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
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	-	3.010
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1.335.755	4.080.867	5.616.674
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 Vergisiyle ilgili Varlıklar	1.228.366	49.811.720	36.785.001
Diğer Dönen Varlıklar	37.191.021	94.117.438	74.295.824
Dönen Varlıklar	3.862.172.395	5.995.941.282	4.607.702.182
Diğer alacaklar	8.610.344	8.836.631	6.198.134
- İlişkili olmayan taraflardan 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	-
Duran Varlıklar	4.018.454.972	3.938.029.224	3.927.552.812
TOPLAM VARLIKLAR	7.880.627.367	9.933.970.506	8.535.254.994
Kısa Vadeli Borçlanmalar	740.313.831	2.195.708.404	1.353.019.747
- Banka kredileri	722.856.643	2.154.118.339	1.325.178.612
- Kiralama yükümlülükleri	17.457.188	41.590.065	27.841.135
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
-İlişkili olmayan taraflara 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	-
-İlişkili olmayan taraflara 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
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	7.892.116	10.472.914	9.685.627
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	9.369.422	16.725.000	11.925.300
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	9.930.568	10.524.906	28.010.413
Dönem vergisiyle ilgili borçlar	-	-	-
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.971.905.247	3.981.336.085	2.796.224.167
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.786.320.413	890.470.112	582.271.253
- Banka kredileri	1.735.050.394	829.715.354	553.586.977
- Kiralama yükümlülükleri	51.270.019	60.754.758	28.684.276
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	-	49.198.802

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Uzun Vadeli Karşılıklar	15.499.889	43.740.342	20.050.754
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	15.499.889	43.740.342	20.050.754
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.801.820.302	934.210.454	651.520.809
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 Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	79.568.755	104.331.924	123.760.044
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(6.467.272)	(11.188.375)	(7.165.804)
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm (kayıpları)(kazançları)	(6.467.272)	(11.188.375)	(7.165.804)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler	-	-	(483.879)
- Yabancı para çevrim farkları	-	-	(483.879)
Geçmiş Yıl 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 Özkaynaklar	3.106.901.818	5.018.423.967	5.087.510.018
TOPLAM KAYNAKLAR	7.880.627.367	9.933.970.506	8.535.254.994

Kaynak: Onaylı İzahname

Tablo 8: Gelir Tablosu

(TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
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/(Zarar)	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/(Zararı)	1.430.517.981	2.909.602.218	1.833.254.439
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.370.757	2.732.037	9.243.732
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/(Zarar)	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/(Zararı)	745.613.164	2.053.246.790	224.463.837
Pay Başına Kazanç	1,49	4,11	0,45
Diğer Kapsamlı Gelir/(Gider)	(6,467,272)	(4,721,103)	4.022.571
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar	(6,467,272)	(4,721,103)	4.022.571
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	(8.623.029)	(5.901.378)	5.363.426
Ertelenmiş Vergi Etkisi	2.155.757	1.180.275	(1.340.855)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar	-	-	(483.879)
Yabancı Para Çevrim Farkları	-	-	(483.879)
Diğer Kapsamlı (Gider) / Gelir	(6.467.272)	(4.721.103)	3.538.692
Toplam Kapsamlı Gelir	739.145.892	2.048.525.687	228.002.529

Kaynak: Onaylı İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ak Yatırım Menkul Değerler Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 28 Şubat 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

4.1.1 Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları Analizi

BİST Orman Kağıt Basım endeksi kapsamında yer alan 16 adet firma bulunmaktadır. Bu şirketlerin 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. 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.

Tablo 9: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (28 Şubat 2024)

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri	Net Borç/ (Net Nakit) 30/09/2023)	Firma Değeri	2023/9 SBY FAVÖK	Firma Değeri/ FAVÖK
	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(x)
Alkim Kağıt San. Ve Tic. A.Ş.	208	(14)	194	16,2	12,0
Kaplamin 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 Oluklu Mukavva Kağıt ve Ambalaj San. A.Ş.	251	36	287	24,1	11,9
Viking Kağıt ve Selüloz A.Ş.	46	25	71	-0,6	a.d.
MEDYAN					11,9

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Lila Kağıt ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yurtdışı piyasalarda işlem gören, Lila Kağıt gibi kağıt sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler hakkında aşağıdaki tabloda bilgi verilmektedir. Aşağıdaki tabloda Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarından 25'ten büyük değerlere sahip olan firmalara yer verilmemiştir. Buna göre hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK medyan çarpanı aşağıdaki gibidir.

Tablo 10: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Benzer Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı	Piyasa Değeri	Net Borç/ (Net Nakit) (31/12/2023)	Firma Değeri	2023/12 SBY FAVÖK	Firma Değeri/ FAVÖK
		%	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(x)
Bashundhara Paper Mills Limited	Bangladeş	22,5	112	200	312	27,0	11,6
Clearwater Paper Corporation	ABD	97,8	648	485	1.133	279,8	4,0

Benzer Şirketler	Ülke	Halka Açıklık Oranı	Piyasa Değeri	Net Borç/ (Net Nakit) (31/12/2023)	Firma Değeri	2023/12 SBY FAVÖK	Firma Değeri/ FAVÖK
		%	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon USD)	(x)
Empresas CMPC S.A.	Şili	42,5	4.448	4.960	9.408	909,9	10,3
Grigeo AB	Litvanya	34,6	159	(33)	126	41,4	3,0
Kimberly-Clark de Mexico, S.A.B. de C.V.	Meksika	52,1	6.592	640	7.232	769,5	9,4
Metsa Board Oyj	Finlandiya	45,0	2.710	162	2.872	131,8	21,8
Sappi Limited	Güney Afrika	59,3	1.348	1.216	2.564	178,0	14,4
Stora Enso Oyj	Finlandiya	77,8	9.970	3.033	13.003	534,3	24,3
Suominen Oyj	Finlandiya	49,4	170	48	218	9,0	24,3
MEDYAN							11,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Lila Kağıt'ın Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 1 Ocak - 31 Aralık dönemine ilişkin FAVÖK ve 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla Net Finansal Borç tutarları aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 11: Lila Kağıt'ın Değerlemesine Baz Teşkil Eden Finansal Veriler

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

*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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Lila Kağıt'ın özsermaye değeri, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları eşit oranda (her biri 1/2 oranında) ağırlıklandırılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Tablo 12: Lila Kağıt'ın Değerinin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması

(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*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=Σ(E*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.

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

İNA Analizi'nde kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin 2024-2028 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemine ilişkin beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur.

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.

Tablo 13: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı

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	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Özsermaye Maliyeti	$D=A+B*C$	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	$I=D*G+H*(1-F)*E$	11,6%	11,4%	11,3%	11,1%	10,3%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Tablo 14: Lila Kağıt'ın İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu

(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 Kar	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 – net	-	-	-	-	-
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

Tablo 15: İndirgenmiş Nakit Akımları Analiz Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analiz 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.

5 Değerleme Sonucu

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

Tablo 16: Lila Kağıt Özsermaye Değeri

(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=Σ(A*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, ihtiyatlılık gereği %40 ağırlık verilerek Lila Kağıt'ın özsermaye değeri 859,3 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır.

Tablo 17: Lila Kağıt'ın 1 Adet Payı 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/Türk Lirası 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

Tablo 18: Pay Başına Düşen Halka Arz Fiyatı

Pay Başına Düşen Halka Arz Fiyatı	Fiyat
1 adet Lila Kağıt Payı 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.

6 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

6.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Çarpan analizine %60 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı çarpanlara aynı ağırlığın verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanılmasını makul buluyoruz. FD/FAVÖK ile birlikte F/K çarpanının da değerlendirilmiş olmasının faydalı olacağı düşüncesindeyiz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.

6.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- İNA analizine %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in satış gelirlerinin ve maliyetlerinin büyük bir kısmının ABD Doları para birimi cinsinden olması sebebiyle İNA analizinde kullanılan projeksiyonların ABD doları para birimi cinsinden oluşturulmasını makul bulmaktayız.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul bulmaktayız.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarındaki artışları makul bulmaktayız.

6.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Ak Yatırım Menkul Değerler tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Lila Kağıt'ın Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemin de kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Ak Yatırım Menkul Değerler tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 37,39 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.