



LİLA KAĞIT SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin
Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5
Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

01.01.2024- 30.09.2024

1-RAPORUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur.

Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Lila Kağıt" ya da "Şirket") halka arz edilen payları için 30 Nisan 2024, 2-3 Mayıs 2024 tarihlerinde talep toplanmış olup, Şirketimiz payları 9 Mayıs 2024 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

SPK III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerlendirme Standartları Hakkında Tebliği" ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket'in halka arz sürecinde şirketimizin internet sitesi ile Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 26 Nisan 2024 tarihinde yatırımcıların bilgisine sunulan 28 Şubat 2024 tarihli Fiyat Tespit Raporunda da belirtildiği üzere; 27.10.2015 tarih ve G-014 (300) Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından hazırlanmıştır.

Fiyat tespit raporunu hazırlayan Ak Yatırım ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat tespit raporu, Lila Kağıt ile Ak Yatırım arasında 7 Kasım 2023 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" kapsamında hazırlanmıştır.

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yapılan değerlendirme kapsamında;

- Lila Kağıt paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.
- Lila Kağıt, kuruluşundan itibaren ülkeye ihracat yapmış olup son dört yıldır 62 ülkeye 100'den fazla müşteriye düzenli olarak ihracat faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket'in üretim ve satış stratejisi kapsamında, ağırlıklı olarak yurtdışı pazarları hedeflenmekte olup, Şirket'in son 3 yıl için konsolide net satışlarının ortalama %70'i yurtdışı satışlarından oluşmaktadır. Satışlarının önemli bir bölümünü, ağırlıklı olarak yurtdışı pazarlara, ABD Doları ve Avro cinsinden gerçekleştirmektedir. Şirket ağırlıklı olarak ABD Doları para birimi üzerinden satış yapmakta olup, hammadde alımlarını da ağırlıklı olarak ABD Doları para birimi olarak gerçekleştirmektedir. Şirket'in satış gelirlerinin ve maliyetlerinin büyük bir kısmının ABD Doları para birimi cinsinden olması sebebiyle, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizinde kullanılan projeksiyonlar ABD Doları para birimi cinsinden oluşturulmuş olup, nihai değer 28.02.2024 tarihli TCMB alış kuru üzerinden Türk Lirası'na çevrilmiştir.
- Lila Kağıt'ın ana faaliyet alanı kağıt bobin ve kendisine ait markalar ve müşterilerine ait özel markalar altında konverting temizlik kağıtları üretimi ve satışlarıdır. Şirket'in net satışlarının yıllar itibarıyla %2'sini oluşturan diğer gelirler, tekstil ve enerji iş alanlarından elde ettiği gelirlerden oluşmaktadır. Bu kapsamda her bir faaliyet alanı için geçmiş performanslar incelenmiş, ciro ve satış tonajları üzerinden birim maliyetler hesaplanmış, projeksiyon dönemi tahminleri yapılırken pazar koşulları ve Şirket'in stratejileri ile uyumlu tonaj büyümeleri öngörülmüştür.

- Ürün fiyatlarını doğrudan etkileyen en büyük faktör, kağıt üretiminin ana hammadresi olan selüloz fiyatlarındaki dalgalanmalardır. Selüloz fiyatları, arz-talep dengesi, uluslararası lojistik kısıtlamaları ve fiyatları, ormancılık uygulamaları ve ticaret politikaları gibi faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Projeksiyon döneminde, ürün satış fiyatlarının belirlenmesinde uluslararası BMA-TTO¹ tarafından hazırlanan selüloz fiyatları endeksi birim fiyat tahminleri baz alınmış ve ürün satış fiyatları selüloz fiyatlarındaki değişimler dikkate alınarak öngörüler hazırlanmıştır.
- KGK'nın 23 Kasım 2023 tarihinde yayımladığı Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru kapsamında Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nı uygulayan işletmelerin 31 Aralık 2023 tarihinde veya sonrasında sona eren yıllık raporlama dönemine ait finansal tablolarının TMS 29'da yer alan ilgili muhasebe ilkelerine uygun olarak enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulması gerektiği belirtilmiştir. Bununla birlikte, SPK'nın 28 Aralık 2023 tarihli ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir. Bu çerçevede, Lila Kağıt'ın değerlendirme analizinde kullanılan 2021, 2022 ve 2023 dönemlerine ilişkin finansal tablolarında yer alan tüm tutarlar, 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla hazırlanan konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu doğrultusunda 31 Aralık 2023 itibarıyla satın alım gücü esasına göre ifade edilmiştir. Projeksiyon dönemini kapsayan tahminler enflasyon muhasebesi uygulanmış konsolide finansal tablolar baz alınarak hazırlanmıştır.
- Şirket'in paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirilmiştir.

Lila Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden olan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi dikkate alınmıştır.

28.02.2024 Tarihinde Ak Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporunda kullanılan değerlendirme yöntemlerine ilişkin varsayımlar şu şekilde açıklanmaktadır:

a. İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemi (İNA):

Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Değer, şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre oluşmaktadır. Söz konusu nakit akımları, Projeksiyon Dönemi ve Uç Değer olarak iki parçadan oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi nakit akımları ve uç değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi'nde kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtacak tahminler yapılmış ve bu tahminlere göre gelecek dönemde yaratacağı nakit akışları bugünkü değere indirgenmiştir.

¹ BMA-TTO, bağımsız bir danışmanlık kuruluşu olup güncel kağıt hamuru ve kağıt piyasası istihbaratı sağlamak amacıyla ücretsiz hizmetler sunan bir şirkettir. BMA-TTO, gerçek açık piyasa işlemlerine dayanarak Çin, Avrupa ve Kuzey Amerika gibi büyük pazarlardaki referans kaliteler için aylık kağıt hamuru net fiyat endeksleri yayınlamaktadır.

İNA analizinde Şirket'in geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ve Şirket iş planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. İndirgenmiş değer üzerinden oluşan firma değerinden Şirket'in net finansal borç tutarı düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

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)	$E = C \div D$	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

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

b. Piyasa Çarpanları Analizi:

Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Lila Kağıt ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki verilerin birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Piyasa çarpanları analizinde, uluslararası kabul görmüş, sanayi şirketlerinin değerlemelerinde sıkça tercih edilen ve nakit yaratma ile karlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı temel alınarak analiz yapılmıştır.

Firma Değeri / FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2023 itibarıyla; yurt dışı benzer şirketlerin ise 31.12.2023 itibarıyla bilançolarında yer alan net borç veya net nakit pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve yurt içi benzer şirketlerin 30.09.2023 itibarıyla; yurt dışı benzer şirketlerin ise 31.12.2023 finansal tabloları itibarıyla finansal tablolarındaki son bir yıllık FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri / FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

Şirket'in özkaynak değeri, Ak Yatırım tarafından yerli ve yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları analizi sonucu hesaplanmıştır.

(ABD\$)	Hesaplama Formülü	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Şirketler
Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpan Medyanı	A	11,9x	11,6x
Lila Kağıt FAVÖK'ü (2023 sene sonu)	B	71.694.148	
Lila Kağıt Firma Değeri	$C = A \times B$	856.530.629	830.820.252
Lila Kağıt Net Finansal Borcu (31/12/2023)	D	60.337.143	
Lila Kağıt Özsermaye Değeri	$E = C - D$	796.193.486	770.483.109
Değerleme Sonucununun Ağırlığı	F	50%	50%
Lila Kağıt Özsermaye Değeri	$G = \Sigma (E \times F)$	783.338.298	

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları ile Lila Kağıt'ın özsermaye değeri **783,4 milyon ABD Doları** hesaplanmıştır.

2- DEĞERLEME SONUCU

Ak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özkaynak değeri aşağıdaki tabloda verilmektedir.

(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	$C = \Sigma (A \times B)$		859,3

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.

Halka arz fiyatının hesabına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

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
Halka Arz İskontosu	%30
1 Adet Lila Kağıt Payının Halka Arz Fiyatı (TL)	37,39

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

3- TAHMİN VE GERÇEKLEŞME

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen projeksiyon verilerinde çeyrek dönemlere yer verilmemiş olup, yıllık tahminler kullanılmıştır. Bu sebeple bu raporda, Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen yıllık projeksiyonlar ile 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dokuz aylık döneme ilişkin gerçekleşme sonuçları karşılaştırılmıştır. Bu kapsamda, yukarıda belirtilen hesaplama yöntemi kullanılarak hazırlanan veriler tablosu aşağıdaki şekildedir.

(Bin ABD\$)	2023 Yıllık Gerçekleşen (A)	30 Eylül 2023 İtibarıyla Gerçekleşen (B)	Gerçekleşme Oranı % (B/A)	2024 Yıllık Tahmin (C)	30 Eylül 2024 İtibarıyla Gerçekleşen (D)	Gerçekleşme Oranı % (D/C)
Net Satışlar	372.840	289.186	78%	363.775	271.531	75%
Brüt Kar	112.358	81.470	73%	116.955	77.159	66%
Brüt Kar Marjı	30,14%	28,17%		32,15%	28,42%	
FAVÖK	84.112	59.921	71%	85.942	54.456	63%
FAVÖK Kar Marjı	22,56%	20,72%		23,63%	20,06%	

30 Eylül 2024, 31 Aralık 2023 ve 30 Eylül 2023 tarihli konsolide finansal tablolar TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standartlarına göre hazırlanmıştır. Finansal verilerin karşılaştırılabilir olması açısından 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yıla ait konsolide finansal tablolar ile 30 Eylül 2023 tarihinde sona eren dokuz aylık ara döneme ait konsolide finansal tablolar 30 Eylül 2024 satın alım gücü esasına göre ifade edilmiştir. Bu kapsamda, 31 Aralık 2023 tarihinde sona eren yıla ait konsolide finansal tablolar ile 30 Eylül 2024 ve 30 Eylül 2023 ara dönemlerine ait konsolide finansal tablolar 30 Eylül 2024 tarihli TCMB Döviz Alış Kuru 34,09 TL'ye bölünerek ABD Dolarına çevrilmiştir.

Fiyat tespit raporunda yer alan varsayımlar ile 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde fiili sonuçlar arasındaki temel değişimler aşağıdaki gibidir;

- Fiyat tespit raporunda 2024 yılı dokuz aylık dönemde kağıt bobin ve konverting ürün toplam satış tonajı 165 bin olarak öngörülmüşken, gerçekleşen satış tonajı 160 bin ton olmuştur. Öte yandan, Şirket 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemde, bobin kağıt ve konverting ürün satış tonajlarını 2023 yılı ilk dokuz aylık dönemine göre toplamda %15 oranında artırmıştır.
- Fiyat tespit raporunda 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemde ortalama ABD doları kuru 34,86 TL olarak öngörülmüşken, gerçekleşen dokuz aylık ortalama kur 32,21 TL (TCMB Döviz Alış Kuru Ortalaması) olmuştur.
- 30 Eylül 2023 ve 30 Eylül 2024 tarihleri arasındaki 12 aylık dönemde enflasyon %49,39 gerçekleşirken aynı dönemde ABD Doları ve AVRO kuru, sırasıyla, %24,52 ve %30,96 oranında artmıştır, dolayısıyla döviz kurlarının enflasyonun altında bir artış göstermesinin finansal tablolar üzerinde etkisi bulunmaktadır.
- Fiyat tespit raporunda 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemde yurtdışı satışların toplam satışlar içerisindeki payının %70 olacağı öngörülmüş olup, 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren ara dönemde yurtdışı satışların toplam satışlar içerisindeki payı %73 olarak gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2023 tarihinde sona eren ara dönemde yurtdışı satışların toplam satışlar içerisindeki payı ise %68 olarak gerçekleşmiştir.
- Fiyat tespit raporunda enflasyon etkisi dikkate alınmadan 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemde selülozun ton başı ABD Doları fiyatının 2023 yıl sonuna göre ortalamada %7 artacağı öngörülmüşken, 2023 yılına göre 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemde enflasyon muhasebesi uygulanmış gerçekleşen selüloz ton başı fiyatındaki artış oranı %16 seviyesinde olmuştur.

30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dokuz aylık konsolide finansal sonuçlara göre, ABD Doları cinsinden net satışlar bir önceki sene aynı döneme göre %6 düşüş göstererek 271.531 bin ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı ise bir önceki sene aynı döneme göre 0,2 baz puan artış göstererek %28,42 seviyesine yükselirken, FAVÖK marjı bir önceki sene aynı döneme göre 0,6 baz puan azalış göstererek %20,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, net kar marjı bir önceki sene aynı döneme göre 9,3 baz puan artış göstererek %10,6 olarak gerçekleşmiştir.

Halka arz fiyatının belirlenmesi aşamasında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yukarıda sayılan varsayımlar doğrultusunda 2024 yılı toplam net satışlar yaklaşık 363.775 bin ABD Doları olarak öngörülmüş olup, 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde öngörülen yıllık net satışların %75'i gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda 2024 yılı FAVÖK tutarı 85.942 bin ABD Doları olarak öngörülmüş olup, 2024 yılının ilk dokuz ayında 54.456 bin ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Bu varsayımlar doğrultusunda, 30 Eylül 2024 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemde FAVÖK tutarının %63'ü üçüncü çeyrek sonu itibarıyla gerçekleştirilmiştir.

2024 yılının ilk dokuz aylık döneminde gerek enflasyon muhasebesi uygulaması gerekse döviz kurlarındaki değişimler gibi makroekonomik göstergelerdeki dalgalanmalar, tüm sektörleri önemli derecede etkileyen iç piyasadaki daralmalar ve satış kanallarındaki dönemsellik dikkate alındığında, net satışlar ve karlılık sonuçlarının beklentilere yakın seviyelerde olduğu ve bir önceki senenin aynı dönemine göre gerek satış tonajı gerekse karlılık marjlarında önemli derecede artış olduğu gözlemlenmiştir.

Sonuç olarak, 2023 yılı konsolide finansal tablolardan da takip edilebileceği üzere, satışların ve buna bağlı finansal sonuçların yıl içerisinde dönemsellik gösterebileceği göz önünde bulundurulduğunda 2024 yılına ilişkin genel değerlendirmenin yıl sonunda yapılmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir.

Yatırımcılarımıza ve tüm paydaşlarımıza Şirketimize gösterdikleri güven için tekrardan teşekkür ederiz.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,

Fatma Füsun Akkal BOZOK

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

Mehmet Fatih KERESTECİ

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi