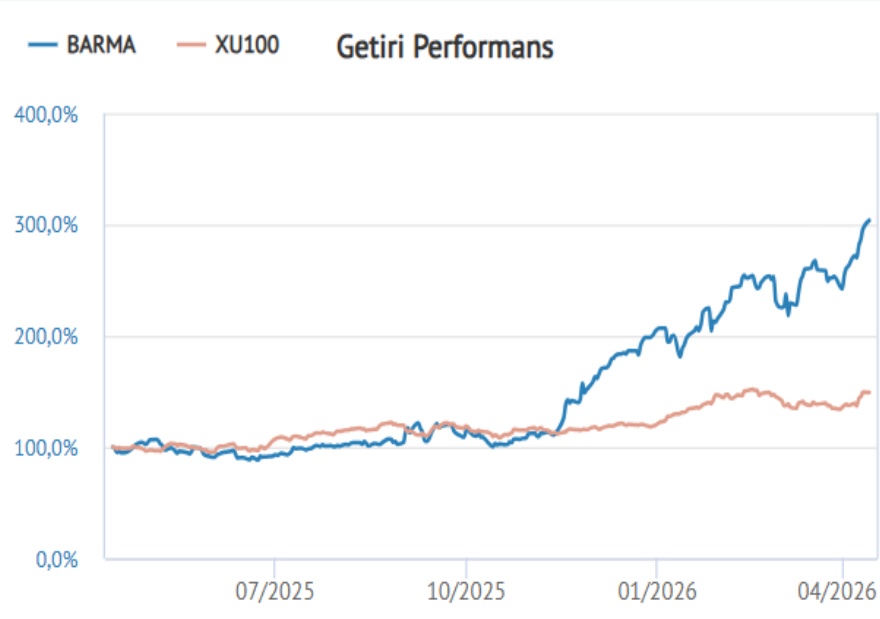


Barem Ambalaj Analist Toplantısı Notları

14.04.2026

BARMA			
Tavsiye			
Son Fiyat:	56,20		
Hedef Fiyat:			
Getiri Potansiyeli:			
Piy. Değeri:	14.753		
Firma Değeri:	21.419		
Halka Açıklık Oranı:	25,9%		
HAPD:	3.827,7		
Yıllık Ort. Hacim:	77,2		
Hisse Perf.	Ay	6 Ay	Yıl
TL	16,8%	199,7%	49,0%
USD	15,6%	180,4%	43,5%
Relatif	8,8%	125,1%	19,3%



Mali Performans	2024/12	2025/12
Net Satışlar [mn TL]	3.494	3.380
Brüt Kar [mn TL]	905	947
Brüt Kar Marjı	25,9%	28,0%
FAVÖK [mn TL]	584	466
FAVÖK Marjı	16,7%	13,8%
Net Kar [mn TL]	293	-22
Net Kar Marjı	8,4%	-0,6%
Özsermaye [mn TL]	4.358	4.337
Aktifler [mn TL]	10.221	12.574
ROE*	8,2%	-0,5%
ROA*	3,7%	-0,2%

*Oranlar yıllık olarak verilmiştir.

Barem Ambalaj'ın dönüşüm stratejisinin temel amacı, maliyet yapısını optimize ederek kârlılığı artırmak, tedarik zinciri risklerini azaltmak ve sürdürülebilir büyüme sağlamaktır.

Şirket, ambalaj üretiminin en önemli girdisi olan kağıdı kendi bünyesinde üretmeye başlayarak tam entegre bir sanayi yapısına geçmeyi hedeflemektedir.

Bu strateji üç ana hedef üzerine kuruludur:

Hammadde bağımlılığını azaltmak,
Kârlılığı artırmak,
Rekabet avantajı elde etmek.

Dikey Entegrasyon: Kağıt Üretimi ile Stratejik Dönüşüm; Şirketin en kritik yatırımı, Konya Ereğli Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulan kağıt üretim tesisidir. Bu yatırım, Barem Ambalaj'ın değer zincirini yukarı doğru genişleterek dikey entegrasyon sağlamasına olanak tanımaktadır. Konya Ereğli OSB'de kurulan tesis, şirketin uzun vadeli büyüme stratejisinin merkezinde yer almaktadır.

Kurulu kapasite: 300.000 ton/yıl,

Hedef kapasite (2027): 270.000 ton/yıl

Hammadde: %100 geri dönüştürülmüş kağıt

Ürünler: Fluting, testliner ve torba kağıdı

Bu tesis, Türkiye kağıt sektöründe önemli bir oyuncu olma potansiyeline sahiptir.

Yatırımın Stratejik Katkıları;

Maliyet Avantajı: Kağıt maliyetleri ambalaj üretiminde en önemli gider kalemidir. Kendi kağıdını üretmesi, maliyetleri düşürecektir.

Tedarik Güvenliği: Hammadde arzı riskleri minimize edilecektir.

FAVÖK ve net kâr marjlarında iyileşme beklenmektedir.

İhracat Potansiyeli: Kağıt üretimi yeni gelir kanalları yaratacaktır.

Kur Riski Azalması: İthal kağıt bağımlılığı azalacaktır.

Bu dönüşüm, şirketin ambalaj üreticisinden entegre bir sanayi kuruluşuna evrilmesini sağlamaktadır.

Enerji Dönüşümü ve Sürdürülebilirlik Stratejisi; Şirket, maliyetlerini düşürmek ve çevresel sürdürülebilirliği sağlamak amacıyla enerji yatırımlarına da odaklanmıştır.

Enerji Yatırımları; Çatı GES projeleri ile yenilenebilir enerji üretimi, Kojenerasyon tesisi ile elektrik ve buhar üretimidir.

Bu yatırımlar sayesinde: Enerji maliyetlerinin azalması, Karbon ayak izinin düşürülmesi, Rekabet gücünün artması beklenmektedir.

Sonuç olarak; Barem Ambalaj'ın stratejik dönüşümü, şirketi yüksek katma değerli ve entegre bir sanayi kuruluşuna dönüştürme potansiyeline sahiptir. Kağıt üretimi ve enerji yatırımları sayesinde maliyet avantajı sağlayarak rekabet gücünü artırması beklenmektedir.



Görünüm

Şirketin net satışları 2020–2025 döneminde önemli ölçüde artarak ölçek büyümesine işaret etmiştir. Bu büyüme; kapasite artışı, enflasyonist ortam ve ürün çeşitliliğinin artmasıyla desteklenmiştir. Ancak son yıllarda kârlılık üzerinde finansman giderleri ve yatırım harcamalarının baskı yarattığı görülmektedir. Brüt kârlılık güçlü seyrini korurken, artan finansman maliyetleri net kâr üzerinde baskı oluşturmuştur. Bu durum yatırım fazında bulunan sanayi şirketleri için tipik bir geçiş dönemi göstergesi olarak değerlendirilebilir.

Yurtiçi satışlarının 141 milyon dolardan 68 milyon dolara düşmesi iç pazarda talep daralmasına işaret ederken yurtdışı satışların 30,6 milyon dolardan 17,3 milyon dolara gerilemesi ihracat performansında da zayıflama olduğunu göstermektedir, ton bazlı satışların 47–49 bin ton bandında sıkışması kapasite artışının hacme yansımadığını teyit etmektedir.

Ürün kırılımına bakıldığında laminasyon kutuların %82 pay ile satışların büyük kısmını oluşturduğu, E dalga ürünlerin %52 pay aldığı görülmektedir. Brüt kâr tarafında ise 2025 yılında 946 milyon TL seviyesine ulaşılması ve brüt marjın %28'e yükselmesi maliyet yönetiminde belirli iyileşmeye işaret etmekte, bu noktada hammadde maliyetlerinin kontrolü ve fiyatlama stratejisi etkili olmuş ama operasyonel giderlerdeki artış bu iyileşmenin faaliyet kârına yansımalarını engellemiştir. Şirketin faaliyet kârı 2024'te 561 milyon TL iken 2025'te 207 milyon TL'ye düşmüş, faaliyet marjı %16,08'den %6,14'e gerilemiştir.

Özellikle Ereğli kağıt fabrikası yatırım sürecine bağlı olarak artan personel giderleri, bakım-onarım maliyetleri, organizasyonel genişleme, devreye alma giderleri ve genel yönetim giderleri marjları baskılamıştır, şirket yönetimi bu noktada bu ek giderler hariç ambalaj segmentinde %19–20 seviyelerinde FAVÖK marjını mümkün olduğunu belirtmektedir, bu da mevcut düşük marjların önemli ölçüde yatırım sürecinden kaynaklandığını gösteriyor. 2026 yılında yatırımın devreye girmesiyle birlikte marj performansının çok daha belirgin bir iyileşme göstermesi beklenmektedir.

Net kâr tarafında en kritik unsur finansman giderleridir, net finansman gideri 2024'te -374 milyon TL iken 2025'te -573 milyon TL'ye yükselmiş ve bu artış tüm faaliyet kârını silerek net zarara geçmesine neden olmuştur, sonuç olarak 2024'te 292,8 milyon TL net kâr açıklayan şirket 2025'te -21,6 milyon TL zarar yazmış ve net kâr marjı negatif bölgeye geçmiştir.

Şirketin toplam varlıkları 2020 yılında 337,8 milyon TL iken 2025 yılında 12,57 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu artış, yoğun yatırım sürecinin bilanço büyüklüğüne doğrudan yansıdığını göstermektedir. 2025 itibarıyla duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı yaklaşık %87'dir. Bu durum, şirketin yatırım odaklı büyüme stratejisini göstermektedir. Son üç yılda gerçekleştirilen 210 milyon dolarlık yatırım, borçlulukta belirgin artışa neden olmuştur. Bu borç artışı risk yaratmakla birlikte, yatırımların devreye girmesiyle birlikte operasyonel kaldıraç etkisi yaratması beklenmektedir.

Şirketin toplam finansal yükümlülükleri 2025 yılı itibarıyla 6,8 milyar TL'ye ulaşmış, net borç ise yaklaşık 6,66 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Son üç yılda yapılan yatırımların toplamı yaklaşık 210 milyon dolar seviyesindedir. Bu yatırımlar kısa vadede borçluluğu artırmış olsa da uzun vadede kârlılık ve rekabet gücünü desteklemesi beklenmektedir.

Barem Ambalaj'ın büyüme stratejisinin merkezinde dikey entegrasyon yer almaktadır. Konya Ereğli'de kurulan kağıt fabrikası ile şirket, hammadde bağımlılığını azaltmayı ve maliyet avantajı sağlamayı hedeflemektedir.

Başlıca stratejik yatırımlar: Kağıt üretim tesisi ile tam entegrasyon, Kojenerasyon ve güneş enerjisi yatırımları, Enerji maliyetlerinin azaltılması, Operasyonel verimlilik artışıdır.

Bu yatırımların 2026–2027 döneminde şirkette ;

Operasyonel Etkiler; Üretim maliyetlerinde düşüş, Tedarik zincirinde güvenlik, Kapasite ve verimlilik artışı, Döngüsel ekonomi modeline geçiş

Finansal Etkiler; Brüt kâr marjında artış, FAVÖK marjında iyileşme, Nakit akışında güçlenme, Döviz bazlı gelir potansiyeli. Bu dönüşümün 2026–2027 döneminden itibaren finansal tablolara olumlu yansımaları beklenmektedir.

Barem Ambalaj, agresif yatırım stratejisi ile kısa vadede finansal baskı altında olsa da uzun vadede güçlü bir büyüme hikâyesi sunmaktadır. Özellikle kağıt üretimi ve enerji yatırımları sayesinde maliyet avantajı elde ederek dikey entegre bir yapıya dönüşmesi beklenmektedir.

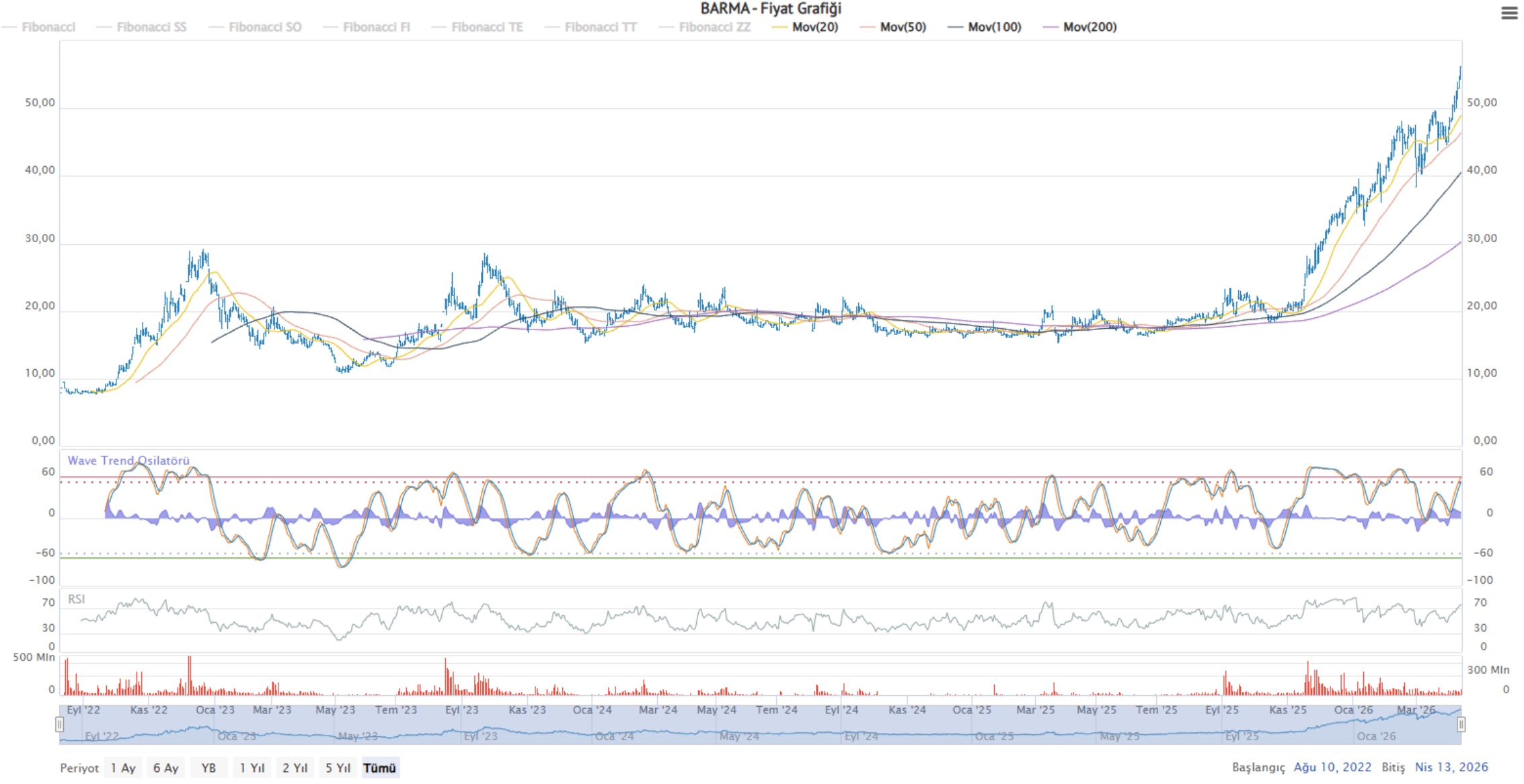


Barem Ambalaj Analist Toplantısı Notları

Finansal Görünüm

Gelir Tablosu (Mio TL)	2021	2022	2023	2024	2025	4Ç24	4Ç25
Net Satış	771	2,847	2,859	3,494	3,380	989	1,005
<i>Değişim %</i>	<i>87.10</i>	<i>269.22</i>	<i>0.42</i>	<i>22.20</i>	<i>-3.26</i>	<i>12.32</i>	<i>1.59</i>
Brüt Kâr	204	796	701	905	947	243	327
<i>Değişim %</i>	<i>128.88</i>	<i>289.74</i>	<i>-11.90</i>	<i>28.95</i>	<i>4.69</i>	<i>-30.19</i>	<i>34.66</i>
FAVÖK	180	732	582	584	466	131	173
<i>Değişim %</i>	<i>148.26</i>	<i>307.23</i>	<i>-20.50</i>	<i>0.25</i>	<i>-20.07</i>	<i>-58.77</i>	<i>32.51</i>
Net Parasal Pozisyon Kazanç(Kayıp)	0	-272	-339	48	475		
<i>Değişim %</i>					<i>897.36</i>		
Net Kar/Zarar	122	209	166	293	-22	273	4
<i>Değişim %</i>	<i>160.76</i>	<i>71.41</i>	<i>-20.59</i>	<i>76.10</i>		<i>14.61</i>	<i>-98.58</i>
Karlılık Oranları	2021	2022	2023	2024	2025	4Ç24	4Ç25
Brüt Kâr Marjı %	26.49	27.96	24.53	25.89	28.01	24.58	32.58
FAVÖK Marjı %	23.32	25.72	20.36	16.70	13.80	13.21	17.23
Net Kar Marjı %	15.84	7.35	5.82	8.38	-0.64	27.61	0.39
Özsermaye Karlılığı %	38.70	24.70	12.97	10.09	-0.54	0.38	0.36
Aktif Karlılık %	76.20	14.23	6.43	4.58	-0.20	10.69	0.12
Piyasa Çarpanları	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PD/DD				3.39	1.84	1.01	3.40
FD / FAVÖK				8.54	9.70	15.65	45.92
FD / Satış				2.20	1.98	2.61	6.34
F/K Oranı				29.03	26.37	14.98	
Finansal Yapı ve Likidite	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Net Borç / FAVÖK(x)	2.24	2.05	1.11	0.28	1.05	4.52	11.64
Fin. Kaldıraç	66.11	63.21	50.78	35.61	49.28	57.36	65.51
Faiz Karşılama(x)	1.02	2.02	5.87	2.65	1.28	0.55	0.19
Cari Oran	1.27	1.26	1.58	2.37	1.55	0.58	0.42
Döviz Poz(DP, mio TL)	-21	-31	-3	514	-67	81	295
DP/Özkaynak	-26.54	-25.23	-1.08	28.67	-2.81	1.87	6.79

TEKNİK GÖRÜNÜM



Teknik Göstergeler

Göstergeler	Kısa Vadeli		Ort Vadeli		Uzun Vadeli	
	Değer	Karar	Değer	Karar	Değer	Karar
Stochastic	95.34	AL	96.28	AL	96.82	AL
RSI	76.50	AL	81.71	AL	71.35	AL
Williams%R	-0.43	AL	-0.28	AL	-0.12	NÖTR
Momentum	120.50	AL	151.56	AL	355.70	AL
MACD	2.33	AL	7.02	AL	15.17	AL
ADX	23.03	AL	50.19	AL	36.27	AL
CCI	148.52	NÖTR	200.86	NÖTR	144.67	NÖTR
Ultimate Oscillator	70.66	NÖTR	79.35	NÖTR	73.40	NÖTR
ROC	20.50	NÖTR	51.56	NÖTR	190.74	NÖTR
Hareketli Ortalama	52.22	NÖTR	46.56	NÖTR	37.22	NÖTR
Al Sayısı		6		6		5
Sat Sayısı		0		0		0
Nötr Sayısı		4		4		5

Pivot Noktaları

Pivot Yöntemi	Kapanış Fiyatı	Destek Noktaları			Pivot Noktası	Direnç Noktaları		
		Ds1	Ds2	Ds3		Dr3	Dr2	Dr1
Klasik	56.20	52.88	53.57	54.88	55.57	56.88	57.57	58.88
Camarilla	-	55.65	55.83	56.02	55.57	56.38	56.57	56.75
Fibonacci	-	53.57	54.33	54.80	55.57	56.33	56.80	57.57
Demarks's	-	-	-	55.23	55.57	57.23	-	-

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinizle uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.

M. Baki ATILAL - Genel Müdür Yardımcısı

Sıla GİRGIN - Uzman Yardımcısı

Yatırım Artık Daha Kolay!

A1 Capital'in güçlü altyapısı, uzman kadrosu ve yenilikçi dijital çözümleriyle yatırım yapmaya bugün başlayın.

Hemen Hesap Aç



alcapital.com.tr

Genel Müdürlük

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. 1. Levent Plaza No:173 Kat:5, 34394
Şişli / İstanbul
E-Posta: info@alcapital.com.tr Telefon: 0212 371 18 00

Adana

Adana - Telefon: 0322 970 02 30
Çınarlı Mahallesi, Ziyapaşa Bulvarı, Günep
Ziyapaşa İş Merkezi, Bina No:78 Kat:9 Daire:905
Seyhan / ADANA

Ankara

Ankara - Telefon: 0312 419 04 77
Tunalı Cad. No:14/4 Çankaya / ANKARA

Ankara Çankaya - Telefon: 0312 309 02 60
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266
Tepe Prime İş Merkezi B Blok No:62 06800 Çankaya / ANKARA

Ankara Dumlupınar - Telefon: 0312 970 50 08 / 0312 970 50 09
Mustafa Kemal Mah. Dumlupınar Bulvarı No:266
Tepe Prime İş Merkezi C Blok 5. Kat No:69 Çankaya / ANKARA

Ankara Tunalı Hilmi - Telefon: 0312 466 66 71
Remzi Oğuz Arık Mahallesi, Tunalı Hilmi Caddesi No:114
Çankaya / ANKARA

Antalya

Antalya - Telefon: 0242 324 09 00
Şirinyalı Mah. Lara Cad. No:100 Aysel Göksoy Apt.
Kat:1 Daire:4 Muratpaşa / ANTALYA

Bursa

Bursa - Telefon: 0224 233 30 83
Küçükbalıklı Mah. Başaran Sok. No:6 Osmangazi / BURSA

Çanakkale

Çanakkale - Telefon: 0286 218 04 00
Barbaros Mah. Atatürk Cad. Kıyı AVM No:25-32 Merkez / ÇANAKKALE

Denizli

Denizli- Telefon: 0258 252 10 77
SkyCity Kat:17 Bağımsız bölüm, 149-150 Merkezefendi/DENİZLİ

Eskişehir

Eskişehir - Telefon: 0222 502 01 64
Hoşnudiye Mah. İsmet İnönü 1. Cad. No:13
Yalçın Kılıçoğlu Plaza Kat:5 Daire:508 Tepebaşı / ESKİŞEHİR

İzmir

İzmir - Telefon: 0232 404 01 21
Cumhuriyet Bulvarı No:64 Kat:7 D:11-12 Konak / İZMİR

İzmir Konak - Telefon: 0232 402 30 71 - 0232 402 30 72
Halkapınar Mahallesi, 1203/1 Sokak Megapol Çarşı Kule No:5-7
Kat:15 Daire:153 Konak / İZMİR

İstanbul

İstanbul Ataşehir - Telefon: 0216 688 42 40
Barbaros Mah. Gelincik Sok. Uphill Court C3 Blok, No:2
Daire:1 Ataşehir / İSTANBUL

İstanbul Beylikdüzü - Telefon: 0212 852 44 39
Barbaros Hayrettin Paşa Mah. 1997 Sok. Phuket Life
Residence No:12 Kat:5 Daire No:41 Esenyurt / İSTANBUL

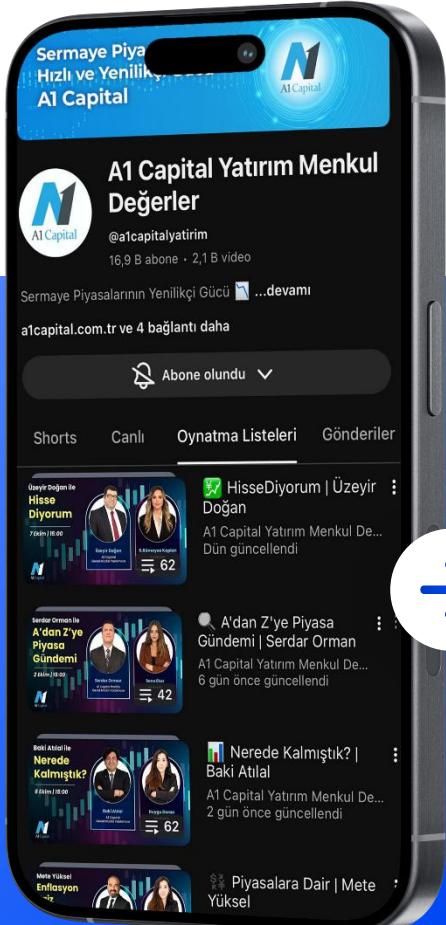
İstanbul Göztepe - Telefon: 0216 407 26 22
Bağdat Cad. Permiz Apt. No:251/10 Caddebostan - Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Merkez - Telefon: 0212 371 18 00
Beybi Giz Plaza Meydan Sokak No:1 Kat:2 Maslak / İSTANBUL

İstanbul Kadıköy - Telefon: 0216 338 35 36
Osmanağa Mah. Osmancık Sok. Emin Han No:12/105 Kadıköy / İSTANBUL

İstanbul Nuru Tower - Telefon: 0212 371 43 56
Ezizetpaşa Mahallesi, Yenyol Caddesi No:3 Nuru Tower
Kat:31 Ofis No:3109 İç Kapı No:243 Şişli / İSTANBUL

İstanbul Zorlu - Telefon: 0212 845 8205
Levazım Mahallesi Kuru Sokağı No:2 R3 Kule T242 Beşiktaş / İSTANBUL



Bizi Takip Edin!



YouTube
/@alcapitalyatirim

Uzman Yorumuyla Piyasalar

Uzmanlarımızın katılımıyla hazırlanan analiz videoları, haftalık borsa yorumları ve ekonomik gelişmelere dair değerlendirmeleri YouTube kanalımızdan izleyebilirsiniz.