

Barem Ambalaj Toplantı Notları – BARMA

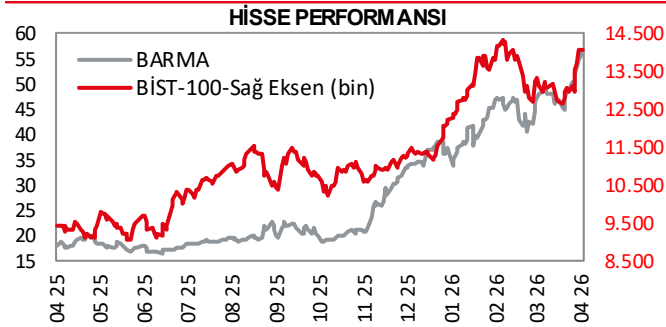
Gaye Aksongur Yavuz gaksongur@ziraatyatirim.com.tr

Barem Ambalaj, 2025 yılı finansal ve operasyonel sonuçlarını değerlendirmek, dikey entegrasyon stratejisi kapsamında tamamlanan yeni tesislerin durumunu ve gelecek vizyonunu paylaşmak amacıyla dün bir analist toplantısı düzenledi. Toplantıdan öne çıkan notlarımızı paylaşıyoruz.

Reuters/Bloomberg	BARMA.IS /BARMA.TI	
Sektör	Kağıt Ürünleri	
İşlem Gördüğü Pazar	Yıldız Pazar	
Fiyat	56,2 TL	1,3 USD
BİST 100	14.058,5 TL	315,8 USD
TL/\$ (TCMB Alış)	44,5157	
Düşük / Yüksek Son 1 Yıl	16,4 TL	56,2 TL
Hisse Adedi (mn)	263	
Piyasa Değeri (mn TL)	14.753	
Net Borç (mn TL)	6.666	
Fili Dolaşımdaki Pay Oranı	25,9%	
Halka Açıklık	26,0%	
Yabancı Yatırımcı Takas Oranı	0,4%	
Yerli Yatırımcı Takas Oranı	99,6%	

	1 Aylık	3 Aylık	1 Yıllık
Hisse Getiri (TL)	16,8%	61,5%	212,4%
BİST-100	7,4%	13,5%	49,9%
BİST-100 Göreceli	8,8%	42,3%	108,5%
Günlük İş. Hc. (mn TL)	22,3		
(mn TL)	2024	2025	% Değ.
Net Satış	3.494	3.380	-3,3%
Brüt Karı	905	947	4,7%
Faaliyet Karı /Zararı	562	208	-63,0%
Net Kar / Zarar	293	-22	a.d.

	F/K	FD/FAVÖK
BARMA	a.d.	45,9
BİST-100	15,1	a.d.
Ortaklık Yapısı (İlk 4)	Pay Oranı	
Recep Taşyanar	37,0%	
Şenferiye Taşyanar	37,0%	
Diğer	25,2%	
Hisse Geri Alım	0,8%	



Kaynak: Bloomberg, Finnet, Matriks; 13.04.2026 verileri kullanılmıştır.

Şirket Hakkında

1993 yılında İzmir Tire'de kurulan Şirket, gıda, küçük ev aletleri, madeni yağ ve evcil hayvan ürünleri gibi dirençli talep dinamiklerine sahip sektörlerde ofset baskılı ve karton kutu ambalaj üretimi yapmaktadır. Şirket B2B iş modeli ile çalışmaktadır. İlk 10 müşterinin cirodaki payı %32 seviyesinde kalarak düşük bir müşteri yoğunlaşma riski sunmaktadır. Diğer yandan, satışların yaklaşık %20'si (MENA, Batı Avrupa ve ABD pazarlarına) ihraç edilmektedir.



Kaynak: Barem Ambalaj Yatırımcı Sunumu

Şirketin ambalaj tarafındaki üretim gücü, toplam 113bin tonluk resmi kurulu kapasite (Türkiye'nin en büyük ofset ambalaj kapasitesi) ile üç farklı stratejik lokasyona dağılmıştır:

Gaziantep Fabrikası ("Amiral Gemisi"): 37bin ton kapasite ile şirketin en güçlü tesisidir. (2025 yılı) %56 KKO (Kapasite Kullanım Oranı) ile çalışmaktadır; ancak fiziksel alan darlığı nedeniyle kapasite artış potansiyeli (büyüme şansı) bulunmamaktadır.

İzmir (Tire) Fabrikası: 22bin ton kapasiteli ilk fabrikadır. İzmir limanına stratejik yakınlığı sayesinde (2025 yılı) %80 gibi yüksek bir KKO ile çalışmaktadır. 2024 sürdürülebilirlik raporuna göre tesisin güncel varlık değeri 597mn TL'dir.

Karaman Fabrikası: 54bin ton ile en yüksek kurulu kapasiteye ve en geniş fiziksel alana (ileriye dönük büyüme potansiyeline) sahip testistir. Ancak son dönemde yakın bölgedeki müşterilerin azalması nedeniyle (2025 yılı) KKO %32 seviyesine kadar gerilemiştir.



Şirket, ortalama 5 yıllık genç makine parkı ve bu üç tesisin olağanüstü durumlarda birbirini yedekleyebilme esnekliği (sipariş kaydırma) sayesinde müşteri taleplerine 24 saat içinde kesintisiz yanıt verebilme avantajına sahiptir.

Kaynak: Barem Ambalaj Yatırımcı Sunumu

Ortaklık Yapısı

Şirketin %26'sı halka açık olup, Taşyanar ailesi %74'lük paya sahiptir. Barem Ambalaj payları, 10 Ağustos 2022 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Yıldız Pazar'da "BARMA" koduyla işlem görmektedir.

Yatırımlar

Şirket, hammadde (kağıt) ve enerji dışı bağımlılığını sıfırlayarak kar marjlarını içeride tutmak amacıyla son üç yılda toplam 210mn USD yatırım harcaması gerçekleştirmiştir (Bu tutarın %38'i özkaynaklarla finanse edilmiştir). Gerçekleştirilen dikey entegrasyon yatırımlarıyla birlikte Şirket, ambalaj üreticisi olmaktan çıkarak Ambalaj, Kağıt ve Enerji olmak üzere üç farklı faaliyet kolunu "tek çatı altında" birleştiren entegre bir sanayi ekosistemine dönüşmüştür.



Kaynak: Barem Ambalaj Yatırımcı Sunumu

Konya Ereğli Kağıt Fabrikası (143mn USD Yatırım):



Şirket, hammadde (kağıt) tedarik güvenliğini sağlamak ve maliyet dalgalanmalarından asgariye indirmek amacıyla Konya Ereğli'de 143mn USD yatırımla kendi kağıt fabrikasını kurmuştur. Bu hamle, Barem'i sadece bir ambalajcıdan "tam entegre" bir sanayi şirketine dönüştürmüştür. 100bin m² alan üzerine kurulan fabrikaya Finlandiya'dan (Stora Enso) alınan 6,6 metre eninde yüksek verimli bir makine

kurulmuştur. Tesis, 25 ay gibi çok kısa bir sürede devreye alınarak Mart 2026 itibarıyla %60 KKO ulaşmıştır. Yıllık 300bin ton kurulu kapasitesi bulunan tesisin, 2027 yılında 270bin ton üretime (%90 KKO) ulaşması planlanmaktadır. Şirket, %100 geri dönüştürülmüş atık kağıttan (fluting, testliner ve torba kağıdı) üretim yaparak Türkiye kağıt pazarında %10 pay almayı hedeflemektedir.

Fabrikanın üreteceği kağıdın yalnızca %15'i (yaklaşık 35-60bin ton) şirketin kendi ambalaj tesislerinde kullanılacak, kalan %85'lik kısım ise doğrudan dış piyasaya satılacaktır. Bu dış satışın şirkete güncel fiyatlarla yaklaşık 5 milyar TL ek satış hasılatı getirmesi beklenmektedir. Enerji yatırımlarının da devreye girmesiyle bu segmentteki FAVÖK marjının %7'den %20'nin üzerine çıkması hedeflenmektedir.

Enerji Bağımsızlığı - Kojenerasyon ve GES (41mn USD Yatırım):

Şirket, üç ambalaj tesisinin çatısında yer alan 2mn USD yatırımlı 3,6 MW gücündeki GES ile 2025 yılında ambalaj segmenti tüketiminin (yaklaşık 11,9mn kWh) %39'unu karşılamıştır. Ana enerji yatırımı olan Ereğli kağıt fabrikasına entegre 41mn USD tutarındaki 32 MW kömürlü kojenerasyon tesisinin ise 2026 sonuna kadar tam kapasite devreye alınması hedeflenmektedir. Bu yatırımın tamamlanmasıyla kağıt ve ambalaj operasyonlarındaki dış elektrik tedariğinin sıfırlanması planlanmaktadır. Şirket, yıllık 154,5mn kWh enerji ihtiyacını kendi üreterek yaklaşık 11,5mn USD maliyet tasarrufu sağlamayı ve kullanım fazlası 24,4mn kWh enerjinin şebekeye satışından yaklaşık 1,8mn USD ek gelir elde etmeyi öngörmektedir. Ek olarak, Ereğli'de 40 MW gücünde hibrit GES yatırımı için ön lisans alınmış olup, ilerleyen dönemde sıfır nakit çıkışlı "Performans Dayalı EPC Modeli" ile bu kapasitenin devreye alınması değerlendirilmektedir.

Finansal Performans

ÖZET GELİR TABLOSU (mn TL)	2024	2025	2024-2025 %Değ.
Hasılat	3.494	3.380	-3,3%
Satışların maliyeti (-)	2.589	2.433	-6,0%
BRÜT KAR	905	947	4,7%
Operasyonel Giderler	537	744	38,7%
Genel yönetim giderleri (-)	366	526	43,7%
Pazarlama giderleri (-)	171	218	27,8%
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	368	203	-44,9%
Diğer faaliyet gelir/giderleri	194	5	-97,5%
FAALİYET KARI/ZARARI	562	208	-63,0%
FAVÖK	584	466	-20,1%
Yatırım faaliyet gelirleri/giderleri	3	0	-97,2%
FİNANS. ÖNCESİ FAAL. KARI/ZARARI	564	208	-63,2%
Faaliyet dışı finansal gelirler/giderler	-374	-573	a.d.
Net parasal pozisyon kazançlar (kayıpları)	48	475	a.d.
Vergi Öncesi Kar	237	109	-54,1%
Vergi gideri/geliri (-)	-55	131	a.d.
NET DÖNEM KARI/ZARARI	293	-22	a.d.
FİNANSAL ORANLAR	2024	2025	Değ.
Brüt Kar Marjı	25,9%	28,0%	2,1%
Faaliyet Kar Marjı	16,1%	6,1%	-9,9%
FAVÖK Marjı	16,7%	13,8%	-2,9%
Net Kar Marjı	8,4%	a.d.	a.d.

Kaynak: Ziraat Yatırım, Finnet

Şirket, 2025 yılında, bir önceki yıldaki 293mn TL'lik kardan (artan finansman giderleri ve Ereğli tesisine ait ilk aşama faaliyet giderlerinin baskısıyla) 22mn TL net zarara dönmüştür. Satış gelirleri ise yıllık %3,3 oranında hafif bir daralma göstererek 3.380mn TL seviyesine gerilemiştir. Cirodaki daralmaya rağmen brüt kar %4,7 artarak 947mn TL seviyesinde gerçekleşirken, brüt kar marjı 2,1 puan yükselerek %28,0 olarak kaydedilmiştir. Faaliyet Karı, bir önceki yıla göre %63 azalışla 208mn TL'yi göstermiştir. Faaliyet kar marjı ise (artan operasyonel giderlerin etkisiyle) %6,1 seviyesine (2024: %16,1) gerilemiştir. 2024 yılında 374mn TL net finansman gideri kaydedilirken, borçluluk seviyesindeki artışa paralel olarak bu kalemden 2025 yılında 573mn TL net gider yazılmıştır. 2025 yılı, şirketin yatırım döngüsünün zirvesi niteliğinde olup, artan finansman yükü neticesinde 21,6mn TL net dönem zararı kaydedilmiştir. Barem Ambalaj'ın net borcu 6.666mn TL (yaklaşık 149,7mn USD) seviyesinde olup, FAVÖK'e oranı 14,3x'dir. Söz konusu borç artışı, son üç yılda hayata geçirilen toplam 210mn USD tutarındaki dikey entegrasyon yatırımlarından kaynaklanmaktadır.

Hisse, 13 Nisan 2026 itibarıyla yılbaşı kapanışından beri %49 yükselmiştir. Hisse aynı dönemde %24,8 yükselen XU100'e göre %19,3 pozitif ayrışırken, Orman & Kağıt Ürünleri Endeksi'ne göre ise %22,9 oranında daha iyi bir performans sergilemiştir.

Şirket, son durum itibarıyla 14.753mn TL (yaklaşık 331,4mn USD) Piyasa Değeri ile işlem görmekte olup, güncel çarpanları 45,9x FD/FAVÖK ve 3,4x PD/DD seviyesindedir.

Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

ZİRAAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Araştırma

e-mail: arastirma@ziraatyatirim.com.tr

Genel Müdürlük

Finanskent Mah. Finans Cad. B Blok No: 44b İç Kapı No: 15 Ümraniye / İSTANBUL
+90 216 590 1700 / info@ziraatyatirim.com.tr

Aracılık Hizmetleri Servisi

0850 22 22 979

Yurt çapındaki tüm T.C. Ziraat Bankası A.Ş. Şubeleri