

Yeni Yapılanma; Tek Çatı Altında 3 Şirket

Şirketin 13 Nisan 2026 tarihinde gerçekleştirdiği analist toplantısına katılım sağladık. Barem Ambalaj (BARMA), ofset baskılı laminasyon kutu ve ofset baskılı karton kutu ambalaj üretiminde sektörün lider firmalarından biridir. Şirket bu alanda büyük markalara (Ülker, Eti, Nestle, Tuborg, Şölen, Lav vb.) üretim yapmaktadır. Ürün gamı; gıda ambalajı (bisküvi, çikolata vb.), küçük ev aletleri, madeni yağ ve kedi kumu gibi geniş bir alana yayılmaktadır. Şirket B2B şeklinde çalışmaktadır; kendine ait bir markası ve perakende satışı bulunmamaktadır. Şirket, parfüm kutusundan beyaz eşya kutusuna kadar her boyutta ambalaj üretmektedir. İlk 10 müşterinin payı %32 oranındadır. Şirket 2022 yılında ortak satışı ve sermaye artırımı yoluyla halka açıldı. Şirket, halka arzdan elde edilen 255 m TL'nin %55'ini işletme sermayesinde, %45'ini ise finansal borç ödemelerinde kullanmıştır.

Ambalaj alanında 3 fabrika bulunuyor. Şirketin ana iş kolu olan ambalaj tarafında; İzmir Tire (merkez) 20.000 ton kapasite (KKO: %80), Karaman tesisi 48.000 ton kapasite (KKO: %32) ve Gaziantep tesisi 32.000 ton kapasite (KKO: %56) ile faaliyet göstermektedir. Toplam fiili kapasite 100.000 tondur (KKO: %49). Sektörde genel olarak Kapasite Kullanım Oranları (KKO) düşüktür. Şirket, bu kapasiteyi ileriye yönelik olarak, Covid-19 sonrası gibi arz riski olan dönemlerde avantajlı görmektedir. Şirket, fabrikaların bulunduğu alanlarda ek kapasite artışı için alan olduğunu ve ileri dönemde gerekmesi halinde kapasitenin artırılabilirliğini ifade etti. Şirket, 3 tesisinin birbirleriyle %90 oranında aynı tarzda olduğunu ve riskler yaşandığında (deprem vb.) diğer fabrikaların bu açığı ve ilgili ürünleri rahatlıkla üretebileceğini belirtti. Bu durum, müşteriler açısından risklere karşı güvenli tedarik görünümünü sunmaktadır.

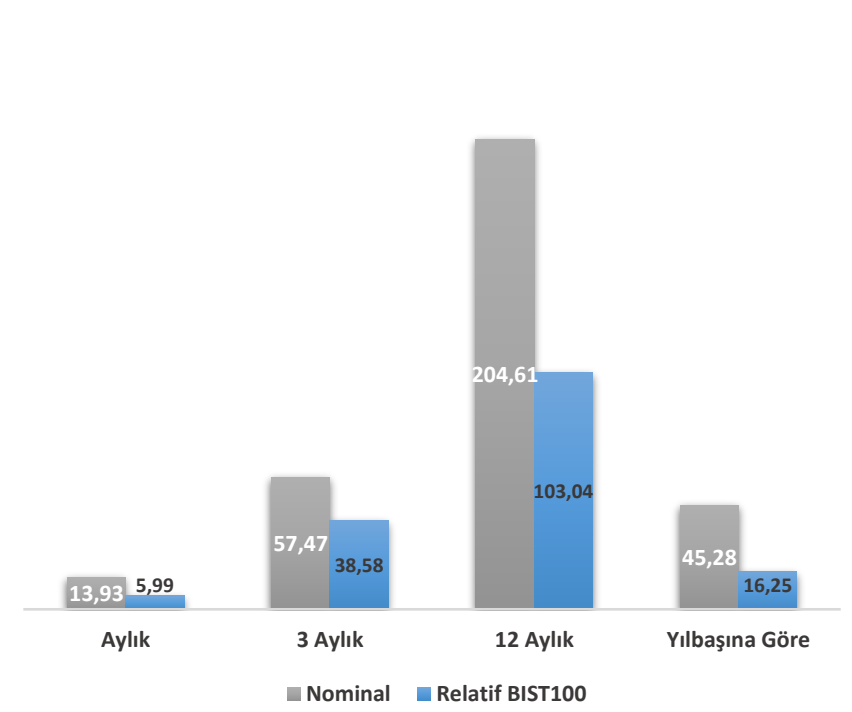
Satışların dağılımı içerisinde laminasyon kutu %80, karton kutu ise %20 civarında seyretmektedir. Satışlar içerisinde ihracatın payı %20 civarındadır. İhracat ağırlıklı olarak MENA bölgesi, Batı Avrupa ve Irak'a gerçekleştirilmektedir. Şirket, sektörde önemli ölçüde arz fazlası olduğunu ve bu arz fazlalığının; kayıt dışı, denetimsiz ve sağlıksız üretim yapılan yerlerin düzenlemeler ve sertifika uygulamaları etkisiyle kademeli olarak azalmasını bekliyor.

Şirket 2026 itibarıyla ambalaj üretiminin yanına kağıt üretimini ekliyor. Şirket, 2021 yılında Konya Ereğli OSB'de kağıt fabrikası kurulması amacıyla tahsis ettiği alanda inşaatı tamamlayarak fabrikanın açılışını 2025 yıl sonu itibarıyla gerçekleştirdi. 2025 yıl sonunda ilk kağıt üretimi gerçekleşti. 2026 Mart ayında ise şirket, fabrikanın kapasite kullanım oranının %60 seviyesine ulaştığını belirtti. Şirket, bu yatırımın hammadde güvenliği sağlaması, nakit akışını çeşitlendirmesi ve ana faaliyeti destekleyen bir yapı oluşturması sebebiyle yapıldığını belirtti. Özetle şirketin hedefi; ambalaj işinde güçlü oyuncu olmak için kritik girdilerden biri olan kağıtta dışa bağımlılığı azaltmak ve hammadde güvenliğini sağlamak. Şirket, Stora Enso'nun Finlandiya'daki fabrikasından alınan makinenin 2021'de sadece 1,5 gün duruşla çalıştığını ve verimli olduğunu belirtti. Makinenin 6,6 metre ene sahip olması ise sektörde önemli bir avantaj yarattığı şeklinde ifade edildi. Kağıt fabrikasında yıllık kurulu kapasite 300.000 tondur (gramaj ağırlığı: 70–135 gram). 2026'da farklı gramajlarda denemeler yapılarak tempo artırılabilecek. 2027 yılında ise üretim hedefinin yıllık 270.000 ton olması planlanıyor. Bu da yaklaşık %90 kapasite kullanım oranı anlamına geliyor. Barem Ambalaj, mevcut üç tesisinde yılda 60.000 ton kağıt ve karton tüketmektedir. Bu miktarın yaklaşık 35.000 tonunu Ereğli fabrikasından tedarik edecektir.

Pay Bilgileri

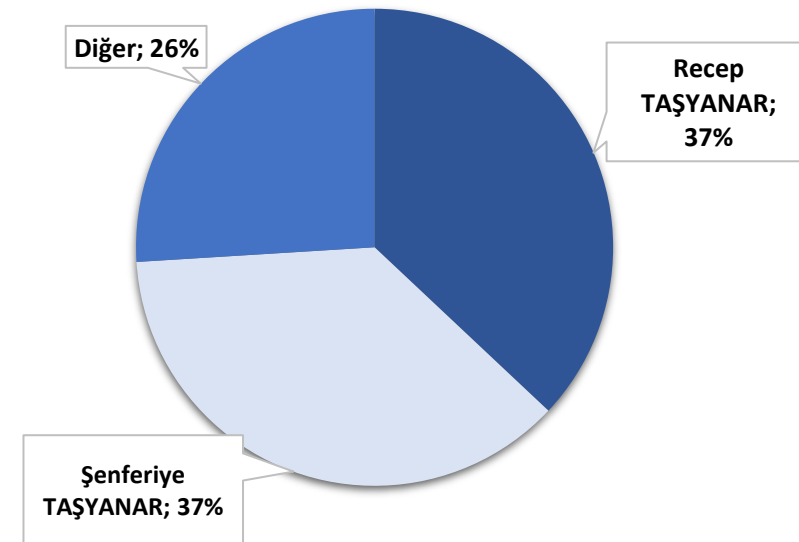
Pay Kodu	BARMA:IS	BARMA TI
Pay Fiyatı TL (Son Kapanış)	54,8	
Piyasa Değeri (m TL)	14.385	
Sermaye (m TL)	263	
Halka Açıklık Oranı %	26	
Sektör	KAĞIT ÜRÜNLERİ	
Pazar	Yıldız	
Ortalama İşlem Hacmi m TL (1 Aylık)	68	
Endeks Ağırlığı % (XU100)		

Fiyat Performansı (%)



Çarpanlar	2023	2024	2025	13.04.26
F/K	26,37	14,98		
FD/FAVÖK	10,05	15,65	35,52	45,13
PD/DD	1,59	1,01	2,28	3,32
FD/S	2,05	2,61	4,90	6,23

Ortaklık Yapısı



Şirket Ereğli fabrikasında dışarı satılan kısım için, mevcut fiyatlara göre şirket 5 milyar TL hasılat planlamaktadır. Şirket, kağıt fabrikasında 300 bin ton üretim için 330 bin ton atık kağıt gerektiğini belirtti. Şirketin İzmir, Antep ve Karaman'daki tesislerinden yılda yaklaşık 25.000 ton atık kağıt çıktığı ifade ediliyor. Şirket, Türkiye'de kağıt üretim kapasitesinin 6 milyon tonun üzerinde olduğunu, fluting ve testliner özelinde kapasitenin ise yaklaşık 3,5 milyon ton seviyesinde bulunduğunu ifade etti. Şirket tarafından Barem'in hedef olarak daha yüksek kapasite kullanım oranı sayesinde %10'a varan pazar payı yakalayabileceği öngörülüyor. 2024 Sürdürülebilirlik Raporu (TSRS) verilerine göre Ereğli Tesisi, tek başına toplam varlıkların yaklaşık %65,5'ini oluşturuyor. **Şirket, Ereğli fabrikasında enerji entegrasyonu/kojenerasyon öncesi kağıt üretiminde %7 FAVÖK marjı, tesis devreye girdikten sonra ise enerji ve buhar maliyetlerinin düşmesiyle %20'nin üzerine çıkan bir FAVÖK marjı hedefliyor.**

Üretimde en büyük maliyet kalemlerinden olan elektrik ve buharın öz kaynaklarla üretilmesi hedefleniyor. Şirketin 3 ambalaj fabrikasının üzerinde toplam 3.607 kWp gücünde çatı GES bulunuyor. 3 fabrikanın yıllık tüketimi 11,91 GWh civarındayken, yıllık GES üretimi 4,60 GWh civarındadır. GES'lerin tüketilen elektriği karşılama oranı %39 seviyesindedir. Şirket, kağıt fabrikasının ihtiyacını da karşılayacak bir kojenerasyon tesisi yatırımı yapmaktadır. Bugüne kadar 41 milyon dolar yatırım harcaması yapılan tesisin 2026 sonuna kadar tam kapasite devreye girmesiyle şirket, hem ambalajda hem kağıtta toplam elektrik giderini sıfırlayarak enerjide tam bağımsız hale gelmeyi amaçlıyor. Şirket, Konya Ereğli kağıt fabrikasının yanındaki alanda 37,650 MWh mekanik gücünde (32 MWe elektriksel güç) enerji santrali için ön lisansı Mart 2024'te almıştır. 110 tonluk bir kazana sahip olan ve saatlik kömür tüketimi 23 ton olacak enerji santrali, kağıt makinesi devredeyken 22 MWh/saat stabil üretim yapacak ve bunun 18 MWh'ını fabrikanın kullanımına verecektir. Kalan fazla kısım sisteme satılacaktır. Kağıt fabrikasında durma zamanlarında ise elektrik üretiminin 5 MW'lık kendi tüketimi hariç tümü dışarı satılacaktır. Şirket, özetle enerji yatırımları ile yıllık yaklaşık 13,4 milyon USD'lik bir finansal avantajı (tasarruf + satış) garanti altına almayı amaçlıyor. Şirket, kömürlü santralinin yanına hibrit üretim ön lisansı almıştır. Buna göre 40 MW gücünde güneş santrali yatırımı imkanı bulunmaktadır. Yakın vadede planlamada yoktur ancak ilerleyen dönemde gündeme gelebilir.

Finansal Görünüm; Şirket 2025 yılında 3.380 mn TL ciro (yıllık -%3), 466 mn TL FAVÖK (yıllık -%20) ve -22 mn TL net zarar (2024: 293 mn TL net kâr) açıklamıştır. FAVÖK marjı 2025 yılında yıllık bazda 290 baz puan daralarak %13,8 olarak gerçekleşti. **Şirket, Ereğli fabrikası yatırım harcamaları dışındaki ek faaliyet giderlerinin FAVÖK marjını baskıladığını, bu etkiler olmasaydı %19-20 civarında bir marj oluşabileceğini belirtti.** 2026 yılında yeni yatırımların devreye girmesiyle şirket FAVÖK marjında iyileşme beklemektedir. Net borç/FAVÖK, 2025 yılında 8,1x seviyesinden 14,3x seviyesine yükseldi. Şirket, yatırımların tamamlanmasıyla nakit akışında iyileşmeye paralel olarak borçluluk seviyesinde gerileme öngörmektedir. Barem Ambalaj (BARMA) 12 ay geriye dönük 45,3x FD/FAVÖK çarpanı ile işlem görmektedir. 12 aylık dönemde 22 mn TL net zarar sebebiyle F/K hesaplanamamaktadır.



Gelir Tablosu (Çeyrek) (mn TL)	2024/4Q	2025/1Q	2025/2Q	2025/3Q	2025/4Q
Satış Gelirleri	880	805	764	909	901
Brüt Kar (Zarar)	214	186	203	258	300
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-48	-44	-46	-74	-54
Genel Yönetim Giderleri (-)	-117	-124	-122	-124	-156
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0	0	0
Diğer Faaliyet Gelirleri	134	244	12	96	-235
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	-47	-94	-19	-106	107
Faaliyet Karı (Zararı)	136	168	26	49	-36
FVAÖK	111	79	101	126	160
Finansal Gelirler	26	2	2	6	-2
Finansal Giderler	-101	-99	-137	-101	-244
Parasal Kazanç/Kayıp	58	78	90	183	124
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	117	149	-19	137	-158
Vergi	155	-98	-73	-123	163
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Ana Ortaklık Net Dönem Karı	272	51	-91	14	5

Bilanço (mn TL)	2024/4Q	2025/1Q	2025/2Q	2025/3Q	2025/4Q
Dönen Varlıklar	1.699	1.752	1.511	1.815	1.641
Nakit ve Nakit Benzerleri	163	110	121	80	136
Ticari Alacaklar	1.116	972	959	974	1.027
Stoklar	319	363	330	313	354
Duran Varlıklar	8.521	9.442	10.029	10.150	10.933
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	6.600	7.635	8.292	8.744	9.329
Toplam Varlıklar	10.221	11.194	11.540	11.964	12.574
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.934	3.586	2.496	3.232	3.940
Finansal Borçlar	2.233	2.252	1.491	2.246	2.902
Ticari Borçlar	564	1.212	881	849	931
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.928	3.200	4.727	4.401	4.298
Finansal Borçlar	2.674	2.845	4.298	3.888	3.901
Özkaynaklar	4.358	4.409	4.318	4.332	4.337
Ana Ortaklık Özkaynaklar	4.358	4.409	4.318	4.332	4.337
Ödenmiş Sermaye	263	312	294	274	263
Azınlık Payları	0	0	0	0	0

Marjlar (Çeyreklik)	2024/4Q	2025/1Q	2025/2Q	2025/3Q	2025/4Q
Brüt Kar Marjı %	24,35	23,10	26,53	28,35	33,33
FVAÖK Marjı %	12,61	9,82	13,17	13,90	17,79
Net Kar Marjı %	30,93	6,30	-11,94	1,53	0,55
Vergi Öncesi Kar Marjı %	13,33	18,46	-2,45	15,07	-17,53
Efektif Vergi Oranı %	131,98	-65,90	388,03	-89,82	-103,15

Nakit Akımı (Çeyrek) (mn TL)	2024/4Q	2025/1Q	2025/2Q	2025/3Q	2025/4Q
Amortisman & İtfa Payları	62	61	67	67	69
Net İşletme Sermayesi	870	123	408	438	451
İşletme Sermayesindeki Değişim	-35	701	25	-55	-102
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	38	1.022	134	295	214
Operasyonel Nakit Akışı / Satış %	4,32	126,93	17,59	32,46	23,78
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1.547	-1.137	-705	-525	-645
Yatırım Harcaması/Satış %	-175,82	-141,18	-92,33	-57,69	-71,52
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	1.205	77	573	249	459
Serbest Nakit Akımı	-1.509	-115	-571	-229	-430
SNA/Satış %	-171,49	-14,25	-74,73	-25,23	-47,74

Borçluluk Görünümü (Çeyrek) (mn TL)	2024/4Q	2025/1Q	2025/2Q	2025/3Q	2025/4Q
Net Borç (Nakit)	4.745	4.193	5.053	5.801	6.666
Finansal Borçlar	4.908	4.286	5.161	5.878	6.803
Net Borç / FAVÖK x	8,13	9,36	12,48	13,91	14,29
Net Borç / Varlıklar %	46,42	44,55	49,12	50,60	53,01
Kaldıraç x	1,35	1,54	1,67	1,76	1,90
Net Borç / Özkaynaklar	1,09	0,95	1,17	1,34	1,54
YPP	81	-456	-456	-572	295



Uyarı Notu

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 tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan bilgiler Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorumda ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının al/sat/tut önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Tüm veriler, Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve/veya Fiba Yatırım Menkul Değerler A.Ş. çalışanları sorumlu değildir.

FİBA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Astoria No:127A İç Kapı No:33

Şişli/İstanbul, Türkiye

444 30 60

www.fibayatirim.com.tr

arastirma@fibayatirim.com.tr

