

Ambalaj Sektörü ve Şirketin Üretim Kapasitesi

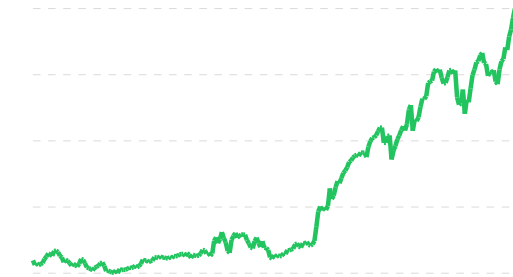
Yönetim, Türkiye'nin 6 milyon tonluk kurulu kâğıt kapasitesine ilişkin yaygın algının yanıltıcı olduğunu değerlendirdi. Bu rakamın karton, yağlı kâğıt ve diğer ambalaj kâğıtlarını da kapsadığını, fluting ve testliner segmentindeki fiili kapasitenin 3,5 milyon ton civarında bulunduğunu ve talebin 3-3,2 milyon ton bandında seyrettiğini ortaya koydu. Bu çerçevede Barem'in makine eni, üretim hızı, gramaj esnekliği ve özellikle kendi enerjisini üretebilme avantajıyla sektöre yaklaşık yüzde 10 pazar payıyla gireceği öngörüldü. Yönetim, Avrupa'da kapanan kâğıt tesislerini kişisel olarak yerinde gezdiğini ve benzer bir dönüşümün Türkiye'de de yakın dönemde yaşanacağına inandığını aktardı. Kalan üretimin yüzde 85'lik kısmı dış satışa yönlendirilecek. Söz konusu üretim, bugünkü fiyatlarla yaklaşık 5 milyar TL ek ciro katkısı anlamına geliyor.

Tire, Gaziantep ve Karaman tesislerinde toplam 100 bin ton fiili kapasiteyle çalışan ambalaj kolu, 2025 yılında 49.115 ton satış gerçekleştirdi. Yönetim, şirketin en önemli farklılaştırıcı unsurunun 24 saat içinde müşteriye teslimat kabiliyeti ve tesisler arası senkronize makine parkı sayesinde sağlanan stratejik yedekleme gücü olduğunu ifade etti. Bu kabiliyetin 6 Şubat depremi sırasında Gaziantep tesisinin üç hafta durması sürecinde fiilen test edildiği, siparişlerin diğer iki tesise sorunsuz kaydırılabildiği paylaşıldı. Makine parkının ortalama yaşının 5 olması ve ambalaj makinelerinin yaklaşık yüzde 82'sinin laminasyonlu kutu segmentinde yoğunlaşması, katma değerli ürün üretimindeki güçlü konumu destekliyor. Bununla birlikte Karaman tesisinin kapasite kullanım oranının yüzde 32 seviyesinde kalması, bölgedeki iki büyük müşterinin üretim kapasitelerini düşürmesine bağlandı.

Yönetim, Resmi Gazete'de ilan edilen Ulusal Sanayi Alanları Master Planı'nın Samsun-Mersin hattındaki ilk fazında Konya Ereğli'nin 17.200 hektar, Karaman Doğu'nun 7.357 hektarlık alanlarla yer aldığını hatırlattı. Barem'in Ereğli ve Karaman'daki yaklaşık 200 milyon dolarlık yatırımının bu tarihi sanayi dönüşümünün tam merkezinde konumlandığı, B2B müşteri tabanının önümüzdeki yıllarda bölgeye kayacağı değerlendirildi. Ayrıca Ereğli tesisinin düşük deprem riski taşıyan coğrafyada yer alması ve Mersin, Taşucu, İskenderun limanlarına iki-üç saatlik mesafede bulunması, hem risk yönetimi hem de ihracat lojistiği açısından öne çıkarıldı.

Şirket Bilgileri

Hisse Kodu	BARMA
Hisse Fiyatı	56,35
Fiili Dolaşım Oranı	25,95
Hisse Başına Kar	-0,08
Ödenmiş Sermaye	262.500.000
Piyasa Değeri	14.791.875.000



1H	1A	3A	6A	YTD	1Y
%11.9	%17.2	%61.9	%201	%49.4	%213

Piyasa Çarpanları

FD/FAVÖK	46,01
PD/DD	3,41
Net Borç/FAVÖK	14,29

Oranlar	2025/12	2024/12
Cari Oran	0,42	0,58
Kaldıraç Oranı	65,51	57,36
Özkaynak Karlılığı	-0,50	7,35
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	33,33	24,35
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	17,79	12,61
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	0,55	30,93

Ereğli Kağıt Fabrikası

Toplantının en geniş bölümü, Konya Ereğli Organize Sanayi Bölgesi'nde kurulan kâğıt fabrikasına ayrıldı. Yönetim, Stora Enso'nun Finlandiya Kemi tesisinden satın alınan PM3 kâğıt makinesinin temel atmadan ilk kâğıt üretimine kadar 25 ay gibi rekor bir sürede devreye alındığını aktardı ve bu sürenin dünyada ikinci el kâğıt makinesi yatırımları arasında emsalsiz olduğunu ifade etti. 6,6 metre eninde, 2.600 motor barındıran ve son tam operasyonel yılında yalnızca 1,5 gün plansız duruş yaşamış makinenin, 100.000 m² arazide kurulu tesiste 300 bin ton yıllık kurulu kapasiteyle konumlandırıldığı paylaşıldı.

Test üretimleri Eylül 2025'te başlayan tesis, 13 Kasım 2025'te kesintisiz üretime geçti ve 2025'in son gününde ilk müşteri faturası kesildi. Kapasite kullanım oranının Mart 2026 itibarıyla yüzde 60 seviyesine ulaştığı, nisan ve mayıs sipariş defterinin dolu olduğu belirtildi. Ürün gamı 70-135 gramaj aralığında fluting, testliner ve torba kâğıdı üretimine dayanıyor. Hammaddenin tamamı atık kâğıttan sağlanacak ve 300 bin tonluk üretim için yıllık 330 bin ton atık kâğıt tüketilecek.

Yatırım Döngüsü ve Borçluluk

Yönetim, son üç yılı şirketin tarihindeki en yoğun sermaye harcaması dönemi olarak tanımladı ve bu süreçte toplam 210 milyon dolarlık yatırım gerçekleştirildiğini aktardı. Harcamaların 143 milyon doları Konya Ereğli'deki kâğıt fabrikasına, 41 milyon doları inşası süren kojenerasyon tesisine, kalan kısmı ise Tire ve Gaziantep tesislerindeki modernizasyona yönlendirildi. Söz konusu yatırımların finansallar üzerindeki etkisi net biçimde hissedildi. 2022 sonunda 17 milyon dolar olan net borç 2025 sonunda 148 milyon dolara yükseldi, toplam finansal borçlar ise aynı dönemde 41 milyondan 172 milyon dolara çıktı.

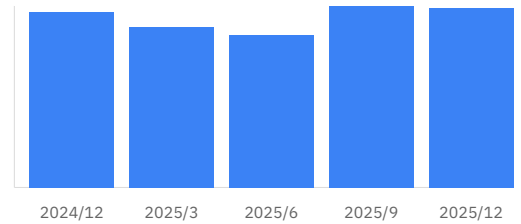
Yönetim, toplam yatırımın yaklaşık yüzde 38'inin özkaynaklardan finanse edildiğinin altını çizdi ve iki ana ortağın yüzde 3'lük hisse satışından elde ettikleri 380 milyon TL'yi faizsiz biçimde şirkete aktardığını hatırlattı. Yönetim, Ereğli yatırımına ilişkin ek faaliyet giderleri arındırıldığında ambalaj segmentinin FAVÖK marjının yüzde 19-20 bandında istikrarlı biçimde seyrettiğini vurguladı.

Yatırım döngüsünün yarattığı bilanço baskısını hafifletmek için alınan önlemler toplantıda ayrı bir başlıkta ele alındı. Yönetim, 2026 yılında ödenmesi gereken yaklaşık 2,3 milyar TL'lik kısa vadeli borç için bir yıllık anapara ödemesiz vade uzatımının sağlandığını, ilave 1 milyar TL için görüşmelerin sürdüğünü aktardı ve sürecin tamamlanmasıyla pozitif nakit akışı etkilerinin ikinci

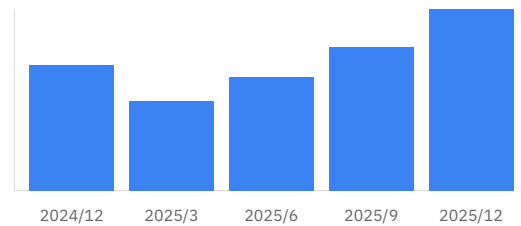
Özet Gelir Tablosu	2025/12	2024/12	%
Satışlar	3.4 mr	3.5 mr	%-3
Brüt Kar	946.9 mn	904.5 mn	%5
Faal. Karı	207.6 mn	561.7 mn	%-63
FAVÖK	466.4 mn	583.5 mn	%-20
Net Kar	-21.6 mn	292.8 mn	%-107

Özet Bilanço	2025/12	2025/9	%
Dönen Var.	1.6 mr	1.8 mr	%-10
Duran Var.	10.9 mr	10.1 mr	%8
Fin. Borçlar	6.8 mr	6.1 mr	%11
Net Borç	6.7 mr	6.1 mr	%10
Özkaynaklar	4.3 mr	4.3 mr	%0

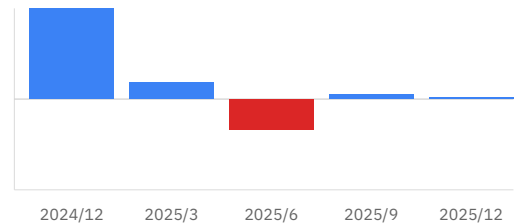
Çeyreklik Satışlar



Çeyreklik FAVÖK



Çeyreklik Net Kâr



çeyrek finansallarına yansımaları öngördüklerini ifade etti. Buna ek olarak SPK onaylı 10 milyar TL'lik bono/tahvil ihraç limitinin 2026 yılı boyunca finansman çeşitliliği aracı olarak hazırda tutulacağı paylaşıldı.

Enerjide Bağımsızlık Hedefi

Üç ambalaj tesisinin çatılarında kurulu 3,6 MW gücündeki GES'ler, 2025 yılında 4,6 milyon kWh elektrik üreterek ambalaj tüketiminin yüzde 39'unu karşıladı. Bu altyapının üzerine inşa edilen 32 MWe gücündeki kömürlü kojenerasyon santrali, 2026 sonu itibarıyla tam kapasiteye ulaşacak ve şirketin enerjide tam bağımsızlığını sağlayacak.

Yönetim, şubat ayında başlayan ABD-İsrail-İran gerilimiyle birlikte PTF tavanının 4.500 TL/MWh'ye çıkarıldığını, dışarıdan alınmayacak 154,5 milyon kWh üzerinden ortalama 75 dolarlık maliyet varsayımıyla yıllık 11,5 milyon dolar tasarruf öngördüklerini paylaştı. Kâğıt makinesi devredeyken 22 MWh/saat stabil üretim yapılacak, 18 MWh'lık kısım fabrika tüketimine ayrılacak, kalan enerji ise sisteme satılacak.

Yönetim, yaklaşık 24,4 milyon kWh fazla enerji satışından 1,8 milyon dolar gelir öngördüklerini belirtti. Toplam enerji katkısının yıllık 13,4 milyon dolar finansal avantaj yaratacağı değerlendirildi. Kojen öncesi yüzde 7 düzeyinde olan kâğıt FAVÖK marjının, enerji entegrasyonunun ardından yüzde 20'nin üzerine taşınması hedefleniyor.

2027 Beklentileri

Yönetim, 2027'yi yatırım döngüsünün meyvelerinin alınacağı yıl olarak konumlandırdı. Kâğıt fabrikasının 2027'de yüzde 90 kapasite kullanım oranıyla 270 bin ton üretime ulaşması, kojenerasyonun yıl başı itibarıyla tam kapasiteye çıkması ve ambalaj segmentinde hammadde ile enerjinin kontrol altına alınmasıyla marj genişlemesinin belirginleşmesi bekleniyor. Kâğıt fabrikasının, mevcut üç ambalaj tesisinin yıllık 60 bin tonluk kâğıt tüketiminin yaklaşık 35 bin tonunu iç kaynaklardan karşılayacak olması hammadde güvenliğini güvence altına alırken, dışa satışın bugünkü fiyatlarla yaklaşık 5 milyar TL ek ciro katkısı yaratması hedefleniyor.

Yakın vadede gündemde olmamakla birlikte, kömürlü santralin yanına alınmış 40 MW'lık hibrit GES ön lisansının ileri dönemde ek gelir kaynağına dönüştürülebileceği de paylaşıldı. Enerji fiyatlarındaki olası şoklara karşı kazanılan koruma ve hammadde sağlanan bağımsızlık, yönetim tarafından 2027 sonrası karlılık iyileşmesinin temel dayanağı olarak aktarıldı.