

Yönetim Yazıları 45

Mesut KOYUNCU |Danışman-YMM| Yönetim Danışmanlık & Vergi Hizmetleri

KAR OLMAZSA ÖLÜRSÜN

Hani bir film vardı; “Dağ” Orada komutan askere sesleniyordu; “Uyursan Ölürsün!” Tam da öyle işte. Kar elde etmezsen, yeteri kadar kar elde etmezsen, ölürsün.

Merkez Bankası Kağıt Ambalaj Sektörü Bilançoları

Merkez Bankası her yıl sektör bilançolarını açıklıyor. İnternet sitesinde tüm sektörlerin ayrı ayrı bilanço, gelir tabloları, finansal durumları ve rasyolarını yayınlıyor.

Kağıt ambalaj sektörü iki ayrı kod ile takip ediliyor. 171 nolu kod, “Kağıt Hamuru, Kağıt ve Mukavva İmalatı” yapan firmalardan oluşuyor. 2025 yılı için bu kod altında 324 firmanın sonuçları kombine olarak yer alıyor. Bu firmalardan 21 büyük ölçekli firmanın net satışları toplam net satışların %81 ini, 40 orta ölçekli firma %15,6 sını oluşturuyor. Bu 61 firmanın net satışlarının toplam içindeki payı %96,6 olarak hesaplanabilir.

İkinci grup 172 nolu kod, “Kağıt ve Mukavva Ürünleri İmalatı” yapan firmalar. Bu grupta 3455 firma bulunuyor. 75 büyük ve 417 orta çaplı firmanın toplam satışlar içindeki payı (%64,9+%23,7=) %88,6 olarak hesaplanabilir.

Birbirleri arasında karışmış olma mümkün olsa da 171 nolu kodun kağıt üreticilerini, 172 nolu kodun kağıttan, kartondan ambalaj üreticilerini kapsadığını söyleyebiliriz.

171 Kağıt Hamuru, Kağıt Hamuru, Kağıt ve Mukavva İmalatı

Aşağıya sektör şirketlerinin özet sonuçlarını aktarmaya çalıştım. Tabloyu irdelediğimizde iki farklı sonuç ile karşı karşıyayız.

Birinci sonuç yıllar itibariyle karlılıklar düşüyor. 2023 yılında faaliyet karları %12,49 dan 2025 yılında %4,01 e düşmüş durumda. 2023 yılı pandemi karlarının son yılı. 2025 yılı ise kapasite fazlasının sektörde iyice hissedilmeye başladığı yıl.

İkinci sonuç, düşen karların finansman maliyetlerini dahi karşılayamadığı şeklinde. 2023 yılında %8,79 olan finansman sonrası kar zarar, 2025 yılında %-8,96 ya düşmüş durumda.

Firma Sayısı	311	335	324
171 'Kağıt hamuru, kağıt ve mukavva imalatı	2023	2024	2025
Brüt Satış Karı	19,23%	14,70%	12,75%
Faaliyet Karı	12,49%	6,59%	4,01%
Finansman Giderleri Sonrası Kar zarar	8,79%	-4,11%	-8,96%
Vergi Sonrası Kar Zarar	6,13%	-4,82%	-11,30%

172 Kağıt ve Mukavva Ürünleri İmalatı Faaliyet Sonuçları

Çoğunlukla kağıt karton ambalaj üreticilerinden oluşan bu grup bir önceki gruba göre daha iyi durumda. Karlar daha ılımlı bir oranda düşmüş olması yanında faiz sonrası kar da var.

Firma Sayısı	3.185	3.386	3.455
172 Kağıt ve Mukavva Ürünleri İmalatı	2023	2024	2025
Brüt Satış Karı	21,19%	21,01%	21,79%
Faaliyet Karı	9,29%	6,39%	7,20%
Faiz Sonrası Kar	10,31%	0,81%	2,85%
Vergi Öncesi Kar	9,99%	0,84%	3,05%

Borç Ödeme Rasyoları Sıkıntılı

Faaliyet karı dikkate alınarak hesaplamaya çalıştığımız şirket ödeme rasyoları da işin vahametini ortaya koyuyor.

171 nolu kodla takip edilen kağıt hamuru, kağıt ve mukavva imalatı yapan firmaların borç ödeme rasyosu aşağıdaki gibi.

171 'Kağıt hamuru, kağıt ve mukavva imalatı	2023	2024	2025
Toplam Mali Yükümlülükler/Faaliyet Karı	4,4	8,0	15,2

Şirketlerin amortisman giderlerine hakim değiliz. Amortisman giderlerinin dönem faiz giderlerini karşıladığı varsayımında bile, 2025 yılında sektör şirketlerinin faaliyet karları ile toplam mali yükümlülüklerini 15,2 yılda karşılayabildiğini görüyoruz.

Bu rasyo 2023 yılında 4,4 yıl 2024 yılında 8 yıl seviyesinde.

172 nolu kod ile takip edilen kağıt ve mukavva ürünleri, yani ambalaj üretimi kısmında borç ödeme rasyosu daha iyi durumda.

172 Kağıt ve Mukavva Ürünleri İmalatı	2023	2024	2025
Toplam Mali Yükümlülükler/Faaliyet Karı	2,86	3,44	3,38

Bu firmalar toplam mali yükümlülüklerini 2025 yılı faaliyet karları dikkate alındığında 3,4 yılda ödeyebiliyorlar. Bu rasyo 2023 yılında 2,9 yıl olarak hesaplanmış.

Kağıt Hamuru, Kağıt ve Mukavva İmalatında Mali Borç Yükü Büyük Sıkıntı

Gelinen nokta 171 nolu kod altında takip edilen kağıt hamuru, kağıt ve mukavva imalatı yapan şirketlerin ciddi bir borç yükü ile karşı karşıya oldukları, bu borçları oldukça uzun bir sürede ödeyebilecekleri şeklinde.

Kuşkusuz yeni üretime geçen şirketlerin faaliyet karlarının, yetersiz verimlilikler dikkate alındığında, düşük olduğu kabul edilse bile, bu süreleri makul borç ödeme sürelerine düşürmek oldukça zor olsa gerek.

Verimlilik Eşittir Arz Fazlası

Karlılığa giden verimliliğin altın anahtarı, tam kapasite ile çalışabilmek. Saat başı üretim miktarlarının sürekli artması. Hammadde dışı birim üretim maliyetlerini düşürebilmek. O halde üretim artmalı.

Daha önceki yazılarımızda 2026 yılında o mukavva sektörüne üretim yapan kağıt fabrikaları üretimlerinin 3.6 milyon tondan 4 milyon tonun üzerine çıkacağını, ilave 400 bin ton arz oluşacağını belirtmiştik.

2025 yılında bile arz fazlası varken bu ilave üretim ne olacak? Ya üretmeyecekler, bu durumda verimsizlik haliyle karsızlıkla karşı karşıya kalacaklar. Ya da üretip arz fazlasını ihraç edecekler.

Ülkemizde üretilen testliner, fluting cinsi kağıtların ihracat ve ithalat verilerini TÜİK internet sitesinden bir ay geç de olsa alabiliyoruz. Aşağıda GTİP kodları yer alan kağıtların ithalat ihracat miktarlarını değerlendirdiğimizde, 2026 yılı Ocak-Ağustos döneminde, 455 bin ton dış ticaret fazlası ortaya çıkmaktadır.

2025 yılı aynı döneminde, 207 bin ton dış ticaret fazlası ortaya çıkmıştı.

GTİP

48051910

48051990

48051100

48052400

48052500

Dönem	2026 İhr.	2026 İth.	Fark
Oca.26	38.894	4.030	34.864
Şub.26	42.832	5.857	36.975
Mar.26	43.501	8.037	35.464
Nis.26	64.692	10.008	54.684
May.26	63.979	3.959	60.020
Haz.26	70.678	4.554	66.124
Tem.26	86.339	3.341	82.998
Ağu.26	86.253	2.231	84.022
Toplam	497.168	42.017	455.151

Dönem	2025 İhr.	2025 İth.	Fark
Oca.25	33.189	6.765	26.424
Şub.25	18.709	5.543	13.166
Mar.25	28.091	8.337	19.754
Nis.25	35.052	8.207	26.845
May.25	29.040	12.359	16.681
Haz.25	39.070	9.511	29.559
Tem.25	49.226	10.001	39.224
Ağu.25	40.898	5.480	35.418
Toplam	273.274	66.203	207.071

Her iki yılın dış ticaret fazlaları karşılaştırıldığında (455 -207 =) 248 bin ton ilave bir dış ticaret fazlası ortaya çıkmaktadır. İlk 8 aydaki farkı yıla çevirirsek (248/8*12=) 372 bin ton etmektedir.

2026 yılında bir önceki yıla göre fazladan üretilecek 400 bin ton kağıdın büyük bir kısmının ihracata yönelmiş olduğunu görüyoruz. Dedik ya, “Kurtuluş İhracatta!”

Peki Ya Hurda Tedariği

Türkiye hammadde fakiri bir ülke. Bu tespit sadece doğal kaynaklar için geçerli değil Ülkemizdeki üretilen kağıt, hurda kağıttan dönüştürülen, üretilen kağıt. Biz yurt içinden hurda kağıt tedariğinde de fakir bir ülkeyiz. Toplam hurda ihtiyacımızın en fazla yarısını yurt içinden karşılayabiliyoruz. Gerisi ithalat ile geliyor.

4707100 GTİP kodu ile takip edilen hurda kağıt ithalatının 2025-26 yılları arasındaki farkı sadece 33 bin ton. 2026 yılında bir önceki yıla göre 33 bin ton fazla hurda kağıt ithalatı yapılmış.

Hurda	2026 İth	2025 İth	Fark
Ocak	57.977	39.418	18.559
Şubat	107.280	90.395	16.885
Mart	148.134	111.579	36.555
Nisan	171.586	125.293	46.293
Mayıs	70.739	163.179	-92.440
Haziran	91.566	110.323	-18.757
Temmuz	85.998	78.826	7.172
Ağustos	89.837	70.709	19.128
Toplam	823.117	789.722	33.395

Yukarıda da bahsettik. 2026 yılının ilk sekiz ayında bir önceki yıla göre 248 bin ton fazladan ihracat yapılmış.

Aradaki fark, bu ihracat miktarı için ilave hurda nasıl tedarik edildi? İç piyasadan karşılandı. Peki nasıl? Ya fazladan toplanarak ya da hurda stokları eritilerek.

Aşağıdaki tabloda ihraç edilen kağıt ve ithal hurda korelasyonu yer alıyor. Tablo irdelendiğinde 2025 yılının ilk sekiz ayında ihraç edilen kağıdın %289 u kadar hurda ithalatı yapıldığını görüyoruz.

Bu oran 2026 yılının ilk sekiz ayında sadece %166. Oysa geçen yıla göre daha fazla kağıt ihraç edilmişken. Hele temmuz-ağustos aylarında %100 ler civarında. Yani ihracat kadar hurda ithalatı yapılmış.

2025 Ton	Kağıt İhr.	Hurda İth.	Oran	2026 Ton	Kağıt İhr.	Hurda İth.	Oran
Oca.25	33.189	39.418	119%	Oca.26	38.894	57.977	149%
Şub.25	18.709	90.395	483%	Şub.26	42.832	107.280	250%
Mar.25	28.091	111.579	397%	Mar.26	43.501	148.134	341%
Nis.25	35.052	125.293	357%	Nis.26	64.692	171.586	265%
May.25	29.040	163.179	562%	May.26	63.979	70.739	111%
Haz.25	39.070	110.323	282%	Haz.26	70.678	91.566	130%
Tem.25	49.226	78.826	160%	Tem.26	86.339	85.998	100%
Ağu.25	40.898	70.709	173%	Ağu.26	86.253	89.837	104%
TOPLAM	273.274	789.722	289%	TOPLAM	497.168	823.117	166%

Sonuç yurt içi hurda fiyatları artıyor. Bu sefer de karlılık artan hurda maliyetleri ile birlikte düşüyor.

Peki Ne olacak?

Artan hurda maliyetleri yurt içi fiyatların artmasını gerektiriyor. Yoksa bu maliyetlerle üretim çok karsız. Üretimi durdurmak verimliliği düşürür. O da karsızlığı getiriyor.

Artan hurda maliyetlerine paralel artması gereken fiyatları ihracat pazarlarında gerçekleştirmeniz zor. O vakit, yurt içinde fiyatlar artarken ihracatta mevcut fiyatlarla yol almalısınız. Testliner, fluting kağıtlarının ithalatına getirilen koruma önlemleri buna imkan veriyor.

Yurt içi fiyatlar ile ihracat fiyatları karşılaştırıldığında yurt içi fiyatları daha iyi. Lakin artan hurda maliyetleri ile yurt içi fiyatları artarsa ihracat yurt içi satışlara göre daha karsız hale gelecek.

Bu durumda ihracata giden arz fazlasının bir kısmı iç piyasaya yönelir mi? Yönelirse temel iktisat kitaplarının ilk sayfalarında yazdığı şekilde fiyatlar geriye çekilir mi?

İhracatın azalması hurda ihtiyacını da azaltır. O vakit hurda fiyatları da düşer mi?

Hepsi olabilir. Serbest piyasa ekonomisinin mimarı Adam Smith'in ortaya koyduğu "Görünmez El" teoremi bir denge yaratacaktır.

Ne yapmalı? Çözüm minimum stokta. Hem ambalaj üreticilerinin hammadde kağıt stoku hem de kağıt üreticilerinin hurda kağıt stoku minimum düzeyde kalmalı.

Zaten artan finansman maliyetleri de minimum stok düzeyini destekliyor.

Zaman kağıt ambalaj sektöründe "Cobweb Teoremi" yaşama zamanı değil.