Analist: İlknur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr

Şişe Cam

3Ç26 Finansal Sonuçlar – Negatif

- **Operasyonel karlılıktaki zayıflığın yanı sıra, ertelenmiş vergi giderinin etkisinde, net zarar.** Şişecam, 3Ç26'da beklentilerin altında kalan operasyonel karlılığa ek olarak, kaydedilen 2.750 mn TL'lik ertelenmiş vergi gideri, net kar beklentisinin aksine net zarar açıklanmasında etkili oldu. Şişecam, hem piyasa ortalama beklentisi olan 2.076 mn TL hem de beklentimiz olan 2.386 mn TL'lik net kar beklentisinin aksine 295 mn TL net zarar açıkladı. Yıllık bazda net finansman giderlerinde %26'lık azalış kaydedilse de, operasyonel karlılıktaki zayıf görünüme ek olarak, net parasal pozisyon kazancındaki %26,4'lük azalış ve efektif vergi oranındaki artış net zarar açıklanmasında etkili oldu. Geçen yıl aynı dönemde, 1.998 mn TL ertelenmiş vergi gideri kaydeden Şişecam, 3Ç26'da 2.750 mn TL ertelenmiş vergi gideri kaydetti. Net finansman gideri tarafında ise yıllık bazda %26 azalışla 4.195 mn TL'ye gerileme kaydedildi (3Ç25'te 5.674 mn TL). Öte yandan 3Ç26'da, parasal kazanç/kayıp kalemi yıllık %26,4 azalışla 6.467 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Operasyonel tarafta ise Şişecam, 3Ç26'da yıllık bazda 7,5 puan azalışla %5,2 FAVÖK marjı ve yıllık %61,2 azalışla 3.466 mn TL FAVÖK kaydetti. Söz konusu rakam ortalama piyasa beklentisinin %10,8, beklentimizin %8,4 altında gerçekleşti. Öte yandan, şirketin net borç pozisyonu, 149,7 mlr TL seviyesinde gerçekleşirken, net borç/FAVÖK oranı 9,8x olarak gerçekleşti (2Ç26 2026: 151,3 mlr TL, net borç / FAVÖK oranı ise 7,8x düzeyindeydi). Özetle, operasyonel marjlarda hem yıllık hem çeyreksel bazda görülen gerileme, net kar beklentisinin aksine kaydedilen net zarar ve Net Borç/FAVÖK oranındaki artış doğrultusunda, açıklanan üçüncü çeyrek finansal sonuçlarının hisse performansına yansımasını 'negatif' olarak değerlendiriyoruz.

- **Ciro performansında reel bazda %5,3 düşüş.** Şişecam'ın 3Ç26'da konsolide net satış gelirleri, yıllık bazda %5,3 azalışla 66.266 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu rakam beklentimiz olan 65.296 mn TL ve piyasa ortalama beklentisi olan 66.128 mn TL ile uyumlu gerçekleşti. Mimari Cam ve cam ambalaj segmentleri %25 pay ile en yüksek ciro katkısı sağlayan iş kolları oldu. Mimari Cam iş kolunda, %13 hacim artışına karşın, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisinin %8'lik olumsuz etkisiyle, 3Ç26'da satış gelirleri yıllık bazda %5 artışla 18.081 mn TL'ye ulaştı. Cam Ambalaj segmentinde %6'lık hacim azalışına ek olarak fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisinin %6 olumsuz etkisiyle, 3Ç26'da net satış geliri, yıllık bazda %12 düşüşle 15.607 mn TL olarak gerçekleşti. Endüstriyel Cam iş kolu; otomotiv camı, kapsülleme ve cam elyafı operasyonlarından oluşmakta olup, 3Ç26'da yıllık bazda %5 artışla 8.216 mn TL net satış geliri elde edildi. İlgili segmentte %3'lik hacim artışına ek olarak, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %2'lik olumlu katkı sağladı. Kimya segmenti net satış geliri, %5'lik hacim azalışına ek olarak, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %9 negatif etki oluşturarak, yıllık bazda %14 düşüşle 11.876 mn TL olarak gerçekleşti. Cam Ev Eşyası segmentinde ise %13'lük hacim daralmasına ek olarak, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %8 negatif etki oluşturarak, yıllık bazda %21 düşüşle 6.076 mn TL net gelir elde edildi. Enerji segmenti net satış gelirleri ise, %56 hacim artışına karşın, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %41 negatif etki oluşturarak, yıllık bazda %15 artışla 5.414 mn TL net gelir elde edildi.

- **Beklentilerin altında operasyonel performans.** Şişecam'ın üçüncü çeyrekte brüt kar marjı yıllık bazda 6,3 puan azalışla %24,1 seviyesine geriledi. Şirketin segment bazında FAVÖK marjı Mimari Cam'da geçen yıl aynı dönemdeki %30'dan %17'ye, Endüstriyel Cam'da %14'ten %5'e, Cam Ambalaj'da %20'den %11'e ve Kimyasallar'da %12'den %10'a geriledi. Mimari Cam segmentinde, uluslararası pazarlardaki fiyatlama baskısı ve artan enerji ile girdi maliyetleri etkili olurken, Cam Ambalaj ve Cam Ev Eşyası segmentlerinde ise, düşük satış hacimleri ve maliyet artışlarının fiyatlara sınırlı yansıtılması etkili oldu. 3Ç26'da faaliyet giderleri/ satışlar yıllık bazda 1,4 puan artışla, %26,9 seviyesinde yükselmesine neden olurken, 1.802 mn TL net faaliyet zararı kaydedildi. FAVÖK ise beklentimizin %8,4, piyasa beklentisinin %10,8 altında gerçekleşti. 3Ç26 döneminde FAVÖK, yıllık %61,2 azalışla 3.466 mn TL seviyesine gerilerken, FAVÖK marjı 7,5 puan azalışla %5,2 seviyesinde gerçekleşti.

AL

Hisse Fiyatı: 35,42 TL

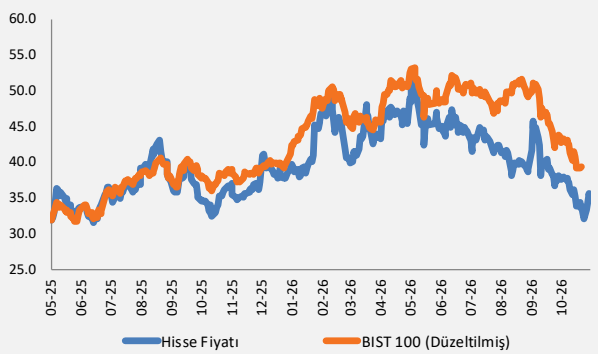
Hedef Fiyat: 56,40 TL

Getiri Potansiyeli: %59

Özet Veriler

Hisse Kodu	SISE
Cari Fiyat (TL)	35.42
52H En Yüksek (TL)	54.10
52H En Düşük (TL)	31.62
Piyasa Değeri (mn TL)	108,499
Piyasa Değeri (mn USD)	2,163
Halka Açıklık Oranı (%)	40.39
Konsensus HF (TL)	55.42
Konsensus Tavsiye	45.5% B / 54.5% H / 0% S
3A Hacim (mn USD)	46.9
HLY HBK (2026T)	5.0
Konsensus HBK (2026T)	4.7

Fiyat Performansı



Özet Finansallar

SISE (Mn TL)	3Ç26	3Ç25	Yıllık değişim	HLY Araştırma Beklentisi	Ortalama Piyasa Beklentisi*
Net satışlar	**66.266**	**69.977**	***-5,3%***	**65.296**	**66.128**
FAVÖK	**3.466**	**8.928**	***-61,2%***	**3.783**	**3.884**
FAVÖK marjı	*5,2%*	*12,8%*	*-7,5%*	*5,8%*	*5,9%*
Net kâr	**-295**	**1.898**	***n/a***	**2.386**	**2.076**
Net kâr marjı	*-0,4%*	*2,7%*	*-3,2%*	*3,7%*	*3,1%*

Kaynak: SISE, HLY Araştırma, *Research Turkey Anketi

Şişecam için 68,50 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı 56,40 TL'ye reviz ederken, 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi koruyoruz. Açıklanan üçüncü çeyrek finansal sonuçlarını, operasyonel marjlarda hem yıllık hem çeyreksel bazda görülen gerileme, net kar beklentisinin aksine kaydedilen net zarar ve Net Borç/FAVÖK oranındaki artış nedeniyle 'negatif' olarak değerlendiriyoruz. Tahminlerimizden zayıf gelen üçüncü çeyrek finansal sonuçlarının ardından, hem makro tahminlerde yaptığımız revizyonlar hem de yılsonu beklentilerimizde yaptığımız değişiklikler neticesinde, Şişecam için hedef fiyatımızı 68,50 TL'den 56,40 TL'ye revize ediyor; 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi ise koruyoruz. Şişecam'ın katma değerli ürün odaklı kapasite artışlarının orta vadeli büyüme potansiyelini desteklediğini düşünüyoruz.

KÜNYE

Halk Yatırım Araştırma – Öneri Listesi Tanımları

(Aksi belirtilmedikçe önümüzdeki 12 ay için beklenen performans)

AL: %20 ve üzeri artış **TUT:** %0 ile %20 aralığında artış **SAT :** %0'ın altında azalış

Halk Yatırım Araştırma

Halkyatirimarastirma@halkyatirim.com.tr
+90 216 285 09 00

İlknur TURHAN	Direktör Gıda Perakendeciliği, Cam, Çimento, GYO, Mobilya, Giyim	ITurhan@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 85
Ayşegül BAYRAM	Yönetmen Strateji, Telekom, Madencilik, Savunma, Yazılım, Teknoloji, Enerji, Tarım, Mühendislik - Taahhüt	ABayram@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 30
İsmail Oğuz PALUT	Uzman Yardımcısı Bankacılık	IPalut@halkyatirim.com.tr +90 216 547 81 70
Görkem Alper ÖREN	Uzman Yardımcısı Otomotiv	GOren@halkyatirim.com.tr +90 216 547 87 56

ÇEKİNCE

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 nitelliktedir. 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. Söz konusu rapor belli bir kişiye veya mali durumları, risk ve getiri tercihleri benzer nitelikteki bir gruba yönelik olarak hazırlanmamıştır. Belirli bir getirinin sağlanacağına dair herhangi bir vaat veya taahhütte bulunulmamaktadır. Tüm yorum ve tavsiyeler öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içerisinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Size uygun olan yatırım araçlarının ve işlemlerin kapsam ve içeriği uygunluk testi neticesinde belirlenir. Uygunluk testi, yatırım kuruluşu tarafından pazarlanan ya da müşteri tarafından talep edilen ürün ya da hizmetin müşteriye uygun olup olmadığının değerlendirilmesi amacıyla, müşterilerin söz konusu ürün veya hizmetin taşıdığı riskleri anlayabilecek bilgi ve tecrübeye sahip olup olmadıklarının tespit edilmesidir. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, yorum ve tavsiye uygunluk testi ile tespit edilecek risk grubunuz ve getiri beklentiniz ile uyumlu olmayabilir. Bu nedenle, uygunluk testi neticesinde risk grubunuz tespit edilmeden sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi amaç, bilgi ve tecrübenize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler, ulaşılabilen ilk kaynaklardan iyi niyetle ve doğruluğu, geçerliliği, etkinliği velhasıl her ne şekil, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenie, iş bu raporlardaki yorumlardan; eksik bilgi ve/veya güncellenme gibi konularda ortaya çıkabilecek zararlardan Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Genel anlamda bilgi vermek amacıyla genel yatırım tavsiyesi niteliğinde hazırlanmış olan iş bu rapor ve yorumlar, kapsamlı bilgiler, tavsiyeler hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermediğinden, bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizatihi bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanılarak özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler nedeniyle oluşabilecek her türlü maddi ve manevi zarar, kar mahrumiyeti, her ne nam altında olursa olsun ilgililer veya 3. kişilerin uğrayabileceği doğrudan ve/veya dolayısıyla oluşacak zarar ve ziyandan hiçbir şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğranılan/uğranılacak zararlar nedeniyle hiçbir şekil ve surette her ne nam altında olursa olsun Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanlarından herhangi bir tazminat talep etme hakkı bulunmadıklarını bilir ve kabul ederler. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.