

Cam

Analist: İlkur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr

Şişe Cam

2Ç26 Finansal Sonuçlar – Negatif

✓ **Net karda yıllık bazda sınırlı gerileme.** Şişecam, 2Ç26'da beklentimizin altında operasyonel karlılık ve beklentimizden daha yüksek yatırım faaliyetlerinden gider kaydedilmesinin etkisiyle, piyasa ortalama beklentisi olan 3.531 mn TL ve beklentimiz olan 3.760 mn TL net kar beklentisinin altında yıllık bazda %4,4 azalışla 3.350 mn TL net kar açıkladı. Stockton Port projesinin sonlandırılmasına ilişkin giderin etkisiyle yatırım faaliyetlerinden 3.490 mn TL net gider (2Ç25: 2.024 mn TL net gelir) kaydedildi. Operasyonel taraftaki zayıf görünüme rağmen, net finansman giderlerindeki azalış, net parasal pozisyon kazancındaki %10'luk artış ve ertelenmiş vergi varlıklarının yeniden değerlendirilmesi nedeniyle oluşan 1.862 mn TL tutarındaki ertelenmiş vergi geliri net karın yıllık bazda %4,4 ile sınırlı gerileme kaydetmesinde etkili oldu. Geçen yıl aynı dönemde, 1.090 mn TL ertelenmiş vergi gideri kaydeden Şişecam, 2Ç26'da 1.862 mn TL ertelenmiş vergi geliri kaydetti. Net finansman gideri tarafında ise yıllık bazda %85,6 azalışla 1.168 mn TL'ye gerileme kaydedildi (2Ç25'te 8.120 mn TL). Öte yandan 2Ç26'da, parasal kazanç/kayıp kalemi altında 6.666 mn TL'lik olumlu etki oluştu. Operasyonel tarafta ise Şişecam, 2Ç26'da yıllık bazda 4,1 puan azalışla %5,9 FAVÖK marjı ve yıllık %48,5 azalışla 3.593 mn TL FAVÖK kaydetti. Söz konusu rakam ortalama piyasa beklentisinin %34, beklentimizin %30 altında gerçekleşti. Öte yandan, şirketin net borç pozisyonu, 143,3 mlr TL'ye yükselirken, net borç/FAVÖK oranı 7,4x olarak gerçekleşti (Mart 2026 itibarıyla 132,3 mlr TL, net borç / FAVÖK oranı ise 5,8x düzeyindeydi). Özetle, her anlamda beklentilerin altında kalan ikinci çeyrek finansal sonuçlarının hisse performansına yansımaları 'negatif' olarak değerlendiriyoruz.

✓ **Ciro performansında reel bazda %12,4 düşüş.** Şişecam'ın 2Ç26'da konsolide net satış gelirleri, yıllık bazda %12,4 azalışla 60.816 mn TL seviyesinde gerçekleşti. Söz konusu rakam beklentimiz olan 65.616 mn TL ve piyasa ortalama beklentisi olan 563.955 mn TL'nin altında kaldı. Mimari Cam segmenti %25 pay ile en yüksek ciro katkısı sağlayan iş kolu oldu. Mimari Cam iş kolunda, %1 hacim artışına karşın, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %4'lük olumsuz etki oluşturarak, 2Ç26'da satış gelirleri yıllık bazda %3 azalışla 15.258 mn TL'ye ulaştı. Endüstriyel Cam iş kolu; otomotiv camı, kapsülleme ve cam elyafı operasyonlarından oluşmakta olup, 2Ç26'da yıllık bazda %13 düşüşle 8.103 mn TL net satış geliri elde edildi. İlgili segmentte %1'lik hacim azalışına ek olarak, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %12'lik olumsuz etki oluşturdu. Cam Ambalaj segmentinde %5'lik hacim azalışına ek olarak fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisinin %4 olumsuz etkisiyle, 2Ç26'da net satış geliri, yıllık bazda %9 düşüşle 15.110 mn TL olarak gerçekleşti. Kimya segmenti net satış geliri, %1'lik hacim artışına karşın, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %15 negatif etki oluşturarak, yıllık bazda %14 düşüşle 12.557 mn TL olarak gerçekleşti. Cam Ev Eşyası segmentinde ise %2'lik hacim daralmasına ek olarak, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %12 negatif etki oluşturarak, yıllık bazda %14 düşüşle 6.841 mn TL net gelir elde edildi. Enerji segmenti net satış gelirleri ise, %59 hacim artışına karşın, fiyatlandırma, ürün karması ve kur etkisi %109 negatif etki oluşturarak, yıllık bazda %50 düşüşle 1.972 mn TL net gelir elde edildi.

✓ **Beklentilerin altında operasyonel performans.** Şişecam'ın ikinci çeyrekte brüt kar marjı yıllık bazda 3,7 puan azalışla %25,8 seviyesine geriledi. Bu düşüşün temel nedeni, Mimari Cam ve Cam Ambalaj segmentlerindeki zayıf marjlardan kaynaklandı. Mimari Cam segmentinde, brüt kar marjındaki daralma, özellikle enerji maliyetlerindeki dalgalanmalara ayak uyduramayan uluslararası pazarlardaki fiyat düşüşünün yanı sıra, yeni devreye alınan hatlarla ilgili ek devreye alma maliyetlerinden kaynaklandı. Cam Ambalaj segmentinde ise, düşük talep nedeniyle azalan kapasite kullanım oranları, stok optimizasyon çalışmaları ve planlı bakım faaliyetleri de marj düşüşüne katkıda bulundu. 2Ç26'da faaliyet giderleri/ satışlar yıllık bazda 3,1 puan artışla, %28,7 seviyesinde yükselmesine neden olurken, 1.777 mn TL net faaliyet zararı kaydedildi. FAVÖK ise beklentimizin %30, piyasa beklentisinin %34 altında gerçekleşti. 2Ç26 döneminde FAVÖK, yıllık %48,5 azalışla 3.593 mn TL seviyesine gerilerken, FAVÖK marjı 4,1 puan azalışla %5,9 seviyesinde gerçekleşti.

AL

Hisse Fiyatı: 41,40 TL

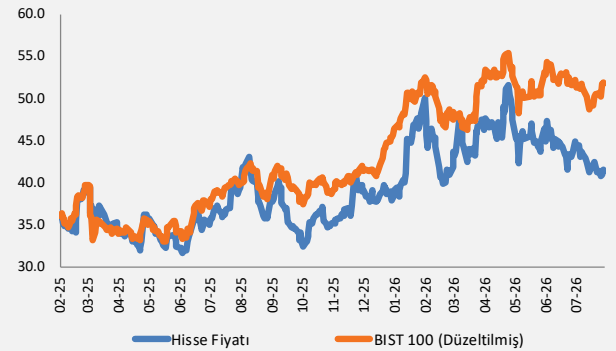
Hedef Fiyat: 68,50 TL

Getiri Potansiyeli: %65

Özet Veriler

Hisse Kodu	SISE
Cari Fiyat (TL)	41.40
52H En Yüksek (TL)	54.10
52H En Düşük (TL)	32.44
Piyasa Değeri (mn TL)	126,817
Piyasa Değeri (mn USD)	2,648
Halka Açıklık Oranı (%)	40.39
Konsensus HF (TL)	59.91
Konsensus Tavsiye	50% B / 50% H / 0% S
3A Hacim (mn USD)	46.1
HLV HBK (2026T)	5.2
Konsensus HBK (2026T)	4.3

Fiyat Performansı



Özet Finansallar

SISE (Mn TL)	2Ç26	2Ç25	Yıllık değişim	HLY Araştırma Beklentisi	Ortalama Piyasa Beklentisi*
Net satışlar	60.816	69.464	-12,4%	65.616	63.955
FAVÖK	3.593	6.979	-48,5%	5.145	5.459
FAVÖK marjı	5,9%	10,0%	-4,1%	7,8%	8,5%
Net kâr	3.350	3.503	-4,4%	3.760	3.531
Net kâr marjı	5,5%	5,0%	0,5%	5,7%	5,5%

Kaynak: SISE, HLY Araştırma, *Research Turkey Anketi

Şişecam için 68,50 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı ve 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi koruyoruz. Açıklanan ikinci çeyrek finansal sonuçlarını hem beklentilerin altında kalan zayıf finansal performans hem de operasyonel marjlarda yıllık bazda görülen gerileme nedeniyle 'negatif' olarak değerlendiriyoruz. Ancak, Şişecam'ın katma değerli ürün odaklı kapasite artışlarının orta vadeli büyüme potansiyelini desteklediğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde devreye alınan yeni yatırımların üretim verimliliğini artırarak maliyet etkinliğini iyileştireceğini orta vadede, şirketin operasyonel performansını destekleyeceğini 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

Kerem DEMİRTAŞ

Uzman
Makroekonomi, Havacılık, Demir-Çelik,
Enerji

KDemirtas@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 45

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 niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak 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 dayanarak 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 ve verimliliği her ne şekilde, suret ve nam altında olursa olsun herhangi bir karara dayanak oluşturması hususunda herhangi bir teminat, garanti oluşturmadan, yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Bu nedenle, 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 şekilde ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermeyiştir. Bu bilgilere istinaden her türlü özel ve/veya tüzel kişiler tarafından alınacak kararlar, varılacak sonuçlar, gerçekleştirilecek işlemler ve oluşabilecek her türlü riskler bizzat bu kişilere ait ve raci olacaktır. Bu nedenle, işbu rapor, yorum ve tavsiyelerde yer alan bilgilere dayanarak 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 şekilde ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu olmayacak olup, ilgililer, uğrılan/üçrulan zararlar nedeniyle hiçbir şekilde 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, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.