

Cam

Analist: İlknur TURHAN
iturhan@halkyatirim.com.tr

Şişe Cam

4Ç25 Finansal Sonuçlar – Negatif

AL

Hisse Fiyatı: 48,02 TL

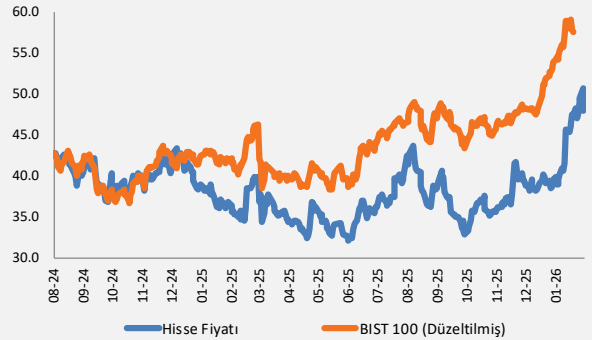
Hedef Fiyat: 68,50 TL

Getiri Potansiyeli: %43

Özet Veriler

Hisse Kodu	SISE
Cari Fiyat (TL)	48.02
52H En Yüksek (TL)	50.90
52H En Düşük (TL)	31.94
Piyasa Değeri (mn TL)	147,096
Piyasa Değeri (mn USD)	3,363
Halka Açıklık Oranı (%)	40.39
Konsensus HF (TL)	56.42
Konsensus Tavsiye	41.7% B / 58.3% H / 0% S
3A Hacim (mn USD)	64.2
HLY HBK (2026T)	7.8
Konsensus HBK (2026T)	7.1

Fiyat Performansı



✓ **Beklentilerin üzerinde net kar.** Şişecam, 4Ç25'te beklentimizin üzerinde ertelenmiş vergi geliri ve beklentimizden daha düşük net finansman gideri kaydedilmesinin etkisiyle, piyasa ortalama beklentisi olan 1.888 mn TL ve beklentimiz olan 3.121 mn TL net kar beklentisinin üzerinde 3.885 mn TL net kar açıkladı. Şirket 4Ç24'te 1.930 mn TL net zarar açıklamıştı. Böylece 2025 yılı toplam net karı yıllık %50 artışla 9.878 mn TL oldu. Ertelenmiş vergi geliri, diğer faaliyetlerden elde edilen daha yüksek kur farkı geliri ve parasal pozisyon kazancı net kardaki büyümeyi destekleyen başlıca unsurlar oldu. Geçtiğimiz çeyrekte, 1.607 mn TL ertelenmiş vergi gideri kaydeden Şişecam, 4Ç25'te 1.291 mn TL ertelenmiş vergi geliri kaydetti. Öte yandan, geçtiğimiz yıl aynı dönemde 4.794 mn TL net finansman gideri kaydeden Şişecam 4Ç25'te 1.254 mn TL net finansman gideri kaydetti. Operasyonel tarafta ise Şişecam, 4Ç25'te yıllık bazda 1,5 puan artışla %5,3 FAVÖK marjı ve yıllık %44 artışla 2.930 mn TL FAVÖK kaydetti. Söz konusu rakam ortalama piyasa beklentisinin %36, beklentimizin %31,6 altında kaldı. Öte yandan, şirketin net borç pozisyonu, 2025/09 sonundaki 119.082 mn TL seviyesinden, 120.773 mn TL seviyesine hafif yükseldi. Net borç/FAVÖK rasyosu 6.41x seviyesinde bulunuyor.

✓ **Ciro performansında reel bazda %3,5 artış.** Şişecam'ın 4Ç25'te konsolide net satış gelirleri, yıllık bazda %3,5 artışla 55.182 mn TL'ye ulaştı. Söz konusu rakam beklentimiz olan 50.422 mn TL'nin %9,4, piyasa ortalama beklentisi olan 52.250 mn TL'nin %5,6 üzerinde gerçekleşti. Mimari Cam segmenti %26 pay ile en yüksek ciro katkısı sağlayan iş kolu oldu. Mimari Cam iş kolunun satış hacmi, zorlu piyasa koşulları ve yüksek faiz ortamına rağmen, yıllık %4 artarken, satış gelirleri %15 artışla 14.336 milyon TL'ye ulaştı. Yurt içi satışlar yıllık bazda %11'lik bir büyümeye kaydetti. Yurt içi satışlardaki çift haneli artış, yalnızca Türkiye'deki yeniden kentleşme çabalarıyla desteklenen artan yerel inşaat ve yenileme faaliyetlerinden değil, aynı zamanda düz camı girdi olarak kullanan ve nihai ürünleri yurtdışı pazarlara ihraç eden endüstriyel alıcıların talebinden de kaynaklandı. Bu arada, doğrudan ihracat, yurtdışı talebe mümkün olan en iyi şekilde yanıt vermek amacıyla kasıtlı olarak düşük seviyelerde tutuldu. Avrupa'da, düşük maliyetli ithalattan gelen rekabet ve katma değerli ürün kategorisinde sınırlı üretim kapasitesi hacimleri baskıladı. Endüstriyel Cam iş kolu; otomotiv camı, kapsülleme ve cam elyafı operasyonlarından oluşmakta olup, 4Ç25'te yıllık bazda %8 artışla 7.069 mn TL net satış geliri elde edildi. Bu çeyrekte, otomotiv camı ve kapsülleme bölümü, endüstriyel cam segmentine en büyük katkısı sağlayan bölüm oldu. Zorlu makroekonomik ortam ve düşük maliyetli bölgelerden gelen fiyat baskısı, cam elyafı satış hacminin yıllık bazda %10 daha düşük olmasına yol açtı. Bölgesel bazda, iç satış hacmi %8 azalırken, ihracat satış hacminde %15'lik bir düşüş kaydedildi. Cam Ambalaj segmentinin net satış geliri, yıllık bazda %10 artışla 12.576 mn TL olarak gerçekleşti. 4Ç25'te konsolide cam ambalaj üretimi, ortalama %95 kapasite kullanım oranı ile yıllık %5 azadı. Şirket'in Türkiye merkezli tesislerdeki üretimi %7 azalırken, Rusya ve Gürcistan merkezli tesislerin üretimi yıllık bazda %3 oranında hafif bir düşüş gösterdi. Kimya segmenti net satış geliri, yıllık bazda %7 düşüşle 11.153 mn TL olarak gerçekleşti. 4Ç25'te Şişecam'ın konsolide soda külü üretimi, ABD'deki Wyoming tesisinde planlı bakım çalışmaları nedeniyle yıllık bazda hafif %1'lik hafif bir düşüşle nispeten istikrarlı kaldı. Söz konusu düşüş, Bosna Hersek'teki Lukavac tesisindeki maliyet optimizasyon stratejileri sayesinde daha yüksek üretim seviyeleriyle büyük ölçüde dengelendi. Küresel soda külü pazarı, 4Ç25'te özellikle Asya'daki sürekli arz fazlası baskıları ve alıcıların temkinli satın alma ve stok yönetimi stratejileri nedeniyle karmaşık bir seyir izleyerek, fiyat artışlarını sınırlandırdı. 4Ç25'te Şişecam'ın konsolide soda külü satış hacmi yıllık bazda yatay kaldı. Cam Ev Eşyası segmentinde ise yıllık bazda %9 düşüşle 6.469 mn TL net gelir elde edildi. Uluslararası satışlar, iş kolu toplam gelirinin %51'ini oluşturdu. Süregelen makroekonomik belirsizliklerin tüketici güveni üzerindeki baskısı nedeniyle zayıflayan talep dinamikleri, cam ev eşyası satış hacminin yıllık %11'lik daralmasında etkili oldu.

✓ **Beklentilerin altında operasyonel performans.** Şişecam'ın brüt karı, daha yüksek kapasite kullanım oranları sayesinde birim maliyetlerin düşmesi, fiyat ayarlamaları ve doğal gaz ihtiyaçlarına ilişkin riskten korunma sözleşmelerinin sona ermesinin desteğinde, yıllık %28,3 artış kaydetti. Buna karşın, yurtdışı müşterilere yapılan ek sevkیاتlar nedeniyle artan lojistik giderleri ve personel maliyetleri faaliyet giderlerinin yıllık %12,9 artmasına ve toplam satışlar içindeki payının yıllık bazda 2,4 puan artış kaydederek, %29,4'e yükselmesine neden olurken, şirket 1.279 mn TL net faaliyet zararı kaydedildi. Dolayısıyla, FAVÖK'te beklentimizin %31,6, piyasa beklentisinin %36 altında kaldı. 4Ç25 döneminde FAVÖK, yıllık %44 artışla 2.930 mn TL seviyesine yükselirken, FAVÖK marjı 1,5 puan artışla %5,3 seviyesinde gerçekleşti. 2025'te ise FAVÖK %33 artışla 18.831 mn TL'ye ulaşırken, FAVÖK marjı 2,6 puan toparlanma ile %8,4 seviyesine yükseldi.



Özet Finansallar

SISE (Mn TL)	4Ç25	4Ç24	Yıllık değişim	HLY Araştırma Beklentisi	Ortalama Piyasa Beklentisi*
Net satışlar	55.182	53.312	3,5%	50.422	52.250
FAVÖK	2.930	2.037	43,9%	4.545	4.286
FAVÖK marjı	5,3%	3,8%	1,5%	9,0%	8,2%
Net kâr	3.885	-1.930	n/a	3.121	1.888
Net kâr marjı	7,0%	-3,6%	10,7%	6,2%	3,6%

Kaynak: SISE, HLY Araştırma, *Rasyonet Research Turkey

Şişecam için 58,35 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı 68,50 TL'ye yükseltiyor, 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi koruyoruz. Şişecam, mimari cam ve cam ambalaj segmentlerinde yeni yatırımlarını devreye aldı. Mimari cam tarafında; Bulgaristan'da yıllık 6 mn m² kapasiteli yeni kaplamalı cam hattı 30 Ocak 2026'da tamamlanırken, İtalya'da yıllık 6,5 mn m² kapasiteli yeni kaplamalı cam hattı 16 Şubat 2026'da devreye alındı. Cam ambalaj tarafında ise Macaristan'da iki fırın ve toplam 396 Bin Ton/yıl brüt üretim kapasiteli Macaristan yeşil saha cam ambalaj üretim tesisi yatırımının, yıllık 198 Bin Ton/yıl brüt üretim kapasiteli ilk fırını 4 Şubat 2026'da başlatıldı. Uluslararası büyüme stratejisi doğrultusunda, Avrupa'da gelişen cam ambalaj talebine yanıt vermek amacıyla hayata geçirilen ve Şişecam'ın Avrupa'daki ilk cam ambalaj üretim tesisi olması bakımından stratejik bir öneme sahip olan bu yatırım ile Şirket'in küresel pazarlardaki rekabet gücünün artırılması ve bölgedeki cam ambalaj talebinin daha etkin ve sürdürülebilir şekilde karşılanması hedefleniyor. Kaposvar cam ambalaj tesisindeki ilk fırın ile Şişecam'ın kurulu brüt cam ambalaj üretim kapasitesi, %6 artışla, 3,5 milyon ton/yıla ulaşılacak. Özetle; son çeyrek finansal sonuçları ciro ve net kar tarafında beklentilerin üzerinde gerçekleşse de, beklentilerin altında kalan operasyonel marjlardan dolayı sonuçların hisse performansına etkisini negatif olarak değerlendiresek de, şirketin katma değerli ürün odaklı kapasite artışlarının orta vadeli büyüme potansiyelini desteklediğini düşünüyoruz. Bu çerçevede, devreye alınan yeni yatırımların üretim verimliliğini artırarak maliyet etkinliğini iyileştireceğini orta vadede, şirketin operasyonel performansını destekleyeceğini düşünüyoruz. 2026 yılı öngörülerimizde yaptığımız güncellemelerin ardından, Şişecam için 58,35 TL seviyesinde bulunan 12 aylık hedef fiyatımızı 68,50 TL'ye yükseltiyor, 'AL' yönünde bulunan tavsiyemizi koruyoruz. Şişecam'ın 2026'da 281,6 mlr TL ciro, 31,5 mlr TL FAVÖK VE 12,4 mlr TL net kar açıklayacağını öngörüyoruz.

Künye ve Çekince

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

Görkem Alper ÖREN

Uzman Yardımcısı
Otomotiv

GOren@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 87 56

İsmail Oğuz PALUT

Uzman Yardımcısı
Bankacılık

IPalut@halkyatirim.com.tr
+90 216 547 81 70

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 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 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 şekil ve surette Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir taahhüdünü içermemiştir, 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 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 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 veya Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ortaklarının ve iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hem fikir olmaması mümkündür. Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş., ortakları veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. 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.



HalkYatirimMenkulDegerlerA.S



company/halk-yatirim-menkul-degerler



halkyatirim



halkyatirim