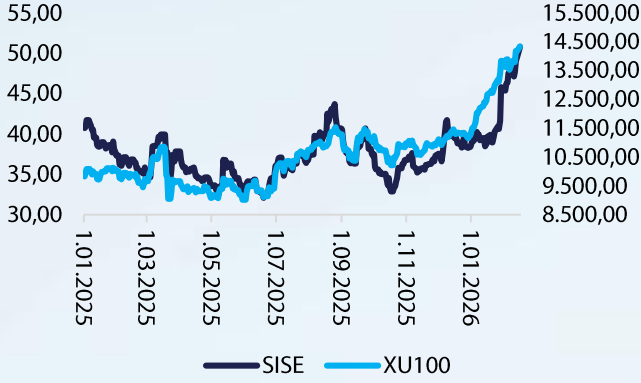


Son Fiyat	50,80
Piyasa Değeri (mİn TL)	155.611
Piyasa Değeri (mİn \$)	3.574
F/K	15,75
FD/FAVÖK	14,68
PD/DD	0,64
Hisse Sayısı (mİn lot)	3.063
FDPO (%)	47,10
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (mİn TL)	1.457



ORTAKLIK YAPISI	%
İş Bankası	52,58
Diğer	40,4
Efes Holding	7,02

SİSE	GÜNLÜK	AYLIK	12AYLIK
Getiri (TL)	2,54	28,09	37,95
Getiri (\$)	2,61	26,83	14,20
Getiri (XU100-Rölatif)	1,42	14,90	-7,22

Çeyreklik	2025/09	2025/12
Yıllık	2024/12	2025/12
Brüt Kar Marjı (Y%)	21,95	27,12
Brüt Kar Marjı (Ç%)	26,19	27,61
FAVÖK Marjı (Y%)	5,83	8,39
FAVÖK Marjı (Ç%)	13,13	5,77
Net Kar Marjı (Y%)	2,71	4,40
Net Kar Marjı (Ç%)	2,71	6,64
Net Borç (mİn TL)	96.592,21	120.773,23
İşletme Sermayesi (mİn TL)	41.022,69	52.896,92
Cari Oran	1,69	1,26
Serbest Nakit Akımı (mİn TL)	13.905,92	8.175,16
Net Finansman Gideri/Satışlar	6,16	7,98
Brüt Kar Büyüme (Y%)	24,08	25,63
Brüt Kar Büyüme (Ç%)	-7,53	25,63
FAVÖK Büyüme (Y%)	-52,28	32,95
FAVÖK Büyüme (Ç%)	56,48	41,34
Net Kar Büyüme (Y%)	-73,48	50,25
Net Kar Büyüme (Ç%)	26,87	0,00

## Şişecam - Nötr

### Dengeli sonuçlar

Şişecam, 2025 4.çeyrekte 55,18 milyar TL hasılat, 2,93 milyar TL FAVÖK ve 3,88 milyar TL net kar ile piyasa beklentilerinin altında FAVÖK, piyasa beklentilerinin üzerinde net kar ve hasılat açıkladı. Net karın beklenti üzerinde kalmasının ana sebebi çeyreklik 3,31 milyar TL'lik net parasal kazanç ve 1,29 milyar TL'lik ertelenmiş vergi geliri etkili oldu. Elimine edildiğinde ana faaliyetten elde edilecek karın aksine çeyreklik 800 milyon TL'lik net zarar olacaktı. (Piyasa Beklentisi:52,8 milyar TL hasılat, 3,4 milyar TL FAVÖK, 1,8 milyar TL net kar/Pusula Yatırım:53,76 milyar TL hasılat, 2,73 milyar TL FAVÖK, 1,51 milyar TL net kar)

Şirket, 2025 mali yılını küresel cam ve kimyasallar piyasasında operasyonel bir dirençle kapatmıştır. Şirketin borç profili, 2025 yılında likidite yönetimi açısından daha muhafazakâr bir yaklaşımı zorunlu kılan bir tablo sergilemiştir. Yüksek faiz ortamında borç yükü, finansman giderleri kanalıyla karlılık üzerinde ciddi bir baskı yaratmaktadır.

2025 gelir tablosu, operasyonel verimlilik ile muhasebe kaynaklı kazançlar arasında keskin bir ayrımı zorunlu kılmaktadır. Hasılatın 242,9 Milyar TL'den 224,5 Milyar TL'ye gerilemesine rağmen brüt karın 62 Milyar TL'ye yükselmiş olması dikkat çekicidir. Net karın beklenti üzerinde kalmasında çeyreklik 3,31 milyar TL'lik net parasal kazanç ve 1,29 milyar TL'lik ertelenmiş vergi geliri etkili oldu. Karlılık kalitesi faaliyetten ziyade borçlu yapının enflasyon karşısındaki muhasebe avantajından kaynaklanmaktadır.

Maddi duran varlıklardaki 244 Milyar TL'lik artış hem devam eden yatırımların hem de 2025 yılında gayrimenkuller için uygulanan yeniden değerlendirme modelinin bir sonucudur. Bu durum, özkaynak yapısını kâğıt üzerinde desteklese de nakit üretimiyle doğrudan ilişkili değildir. Stoklardaki sınırlı düşüşe rağmen ticari alacakların 34 Milyar TL'den 39,9 Milyar TL'ye yükselmesi, nakit döngüsünde bir miktar uzamaya işaret etmektedir.

### Riskler

44,9 Milyar TL'lik toplam finansman gideri, operasyonel karın büyük bir kısmını emmektedir. Borç servisi maliyetleri, nakit akış üretimi için en büyük tehdit olmaya devam etmektedir. Rusya, Ukrayna ve Gürcistan bölgesinin 23,9 Milyar TL hasılat katkısı sağladığı görülmektedir. Bu bölgedeki yüksek marjlı üretim, jeopolitik volatilitelere karşı şirketi kırılgan bir pozisyonda tutmaktadır.

### Pozitif Katalizörler

35,8 Milyar TL'lik maddi duran varlık yatırımı, Şişecam'ın döngüsel yavaşlamayı pazar payı kazanmak için bir fırsat olarak gördüğünü kanıtlamaktadır.

### Sonuç

Şişecam'ın 2025 yılı finansal sonuçları, muhasebe kaynaklı bir karlılık ile stratejik bir büyüme iştahı arasındaki gerilimi yansıtmaktadır. Brüt marjlardaki iyileşme önemli olsa da net karın neredeyse tamamen parasal pozisyon kazançlarına dayanması, operasyonel karlılığın yüksek finansman giderleri altında kalmaya devam ettiğini göstermektedir. Mevcut finansallar, şirketin defansif ama büyüme odaklı karakterini koruduğunu ancak kâr kalitesindeki parasal kazanç etkisini göz ardı edilmemelidir. Orta ve uzun vadede finansman maliyetlerinin gevşemesiyle birlikte, bu devasa varlık yapısının operasyonel kaldıracı dönüşme potansiyeli yüksek kalmaya devam etmektedir. Bilanço sonuçlarını NÖTR olarak değerlendiriyoruz.

**YASAL UYARI**—Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. 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.

**ÇEKİNCE**—Bu rapor tarafımızca doğruluğu kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık ve zararlardan kurum çalışanları ile PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, PUSULA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

T +90 (212) 370 0370

F +90 (212) 370 0371

[arastirma@pusulayatirim.com.tr](mailto:arastirma@pusulayatirim.com.tr)

Fulya Mah. Büyükdere Cad. Torun Center No:74 A/53 34394  
Şişli/İstanbul