

Şişecam

Beklentilerin üzerinde net kar...

Başak Kamber

Analist

bkamber@sekeryatirim.com

Şişecam 1Ç26'da, piyasa medyan beklentisi olan 1.024mn TL ve bizim beklentimiz olan 1.220mn TL'nin üzerinde 1.884mn TL net dönem karı açıkladı (1Ç25: 1.641mn TL). Şirket'in 1Ç26'da operasyonel performansı etkin maliyet yönetimi ve verimlilik artırıcı uygulamaların katkısıyla güç kazandı. Bununla birlikte, azalan net finansman gideri ve parasal pozisyon kazancı finansal sonuçlara olumlu katkı sağlarken, gayrimenkul satışından kaynaklanan tek seferlik zarar ile ertelenmiş vergi gideri karlılığı sınırlayan başlıca unsurlar olmuştur. 1Ç26'da Şişecam, bizim 57.875mn TL ve 57.422 milyon TL seviyesindeki piyasanın medyan beklentisine paralel, yıllık %3,4 düşüyle 57.478mn TL net satış geliri elde etti. Mimari Cam iş kolu, 14,9 milyar TL net dış satış geliri ile yıllık bazda %5'lik pozitif ciro performansı kaydetmiştir. Jeopolitik gerilimler, yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamının yarattığı zorlu piyasa koşullarına rağmen Mimari Cam iş kolunun konsolide satış hacmi yıllık bazda sınırlı bir düşüş göstermiştir. Bununla birlikte, 1Ç25'te satış performansına katkı sağlayan ancak 1Ç26'da devre dışı kalan Kuzey İtalya tesisinin etkisi hariç tutulduğunda yapılan benzer bazlı analizde, Mimari Cam satış hacminin yatay seyrettiği görülmektedir. Cam Ambalaj iş kolunun net dış satış gelirleri, yıllık bazda %5 artışla 12,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 1Ç26 döneminde konsolide cam ambalaj üretimi yıllık bazda %3 azalırken, ortalama kapasite kullanım oranı %89 seviyesinde gerçekleşmiştir. Cam Ambalaj iş kolunun net dış satış geliri, yıllık bazda %2 düşmüştür. Konsolide satış hacminin %40'ını oluşturan yurt içi satışlar (1Ç25: %40) yatay seyretmiştir. Müşterilerin sezonluk talep değişimleri ve stok yönetimi uygulamaları nedeniyle bira kategorisi satışlarında daralma görülmüştür. Buna karşın, alkolsüz içecek kategorisindeki istikrarlı büyüme ve gıda dolm segmentinde yeni müşteri kazanımlarıyla sağlanan hızlı genişleme bölgesel performansı desteklemiştir. Kimyasallar iş kolunun net dış satış geliri, yıllık bazda %15 düşüyle 12,4 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. 1Ç26 döneminde Şişecam'ın konsolide soda külü üretimi, ağırlıklı olarak Mersin ve ABD Wyoming tesislerinde gerçekleştirilen planlı bakım çalışmaları nedeniyle yıllık bazda %2 gerilemiştir. Bununla birlikte, Avrupa'daki tesislerdeki daha yüksek üretim seviyeleri söz konusu düşüşü büyük ölçüde dengelemiştir. Küresel soda külü piyasası dinamikleri genel olarak yatay seyredirken, zayıf talep koşulları devam etmiştir. Özellikle Asya'da devreye alınan yeni kapasiteler nedeniyle ürün fiyatları düşük seviyelerini korumuştur. Farklı kıtalardaki bazı üreticilerin aynı dönemde pazardan çıkmasına rağmen, talebi destekleyici unsurlar henüz belirgin şekilde oluşmamıştır.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 1Ç26'da yıllık bazda %14,4 artışla 4.030 milyon TL seviyesinde gerçekleşti (Şeker Yatırım: 3.345mn TL, piyasa medyan beklentisi: 3.134mn TL). Bu artışta maliyet yönetimi ve verimlilik artırıcı önlemler etkili oldu. Şişecam'ın FAVÖK marjı %7 ve net kar marjı ise %3,28 seviyesine yükseldi (1Ç25'te sırasıyla %5,9, %2,8). Brüt kâr marjı, 1Ç25'teki %23,7 seviyesinden 1Ç26'da %27,7'ye yükselmiştir. Brüt kâr marjındaki iyileşme ağırlıklı olarak Mimari Cam ve Endüstriyel Cam iş kollarındaki karlılık artışından kaynaklanmıştır. Bu iyileşmede; i) daha yüksek kapasite kullanım oranı, ii) verimlilik artırıcı uygulamalarla desteklenen iyileşmiş maliyet yapısı, iii) ürün fiyat ayarlamaları ve iv) Avrupa operasyonlarında uygulanan hedge sözleşmeleri nedeniyle 2024 yıl sonundaki yüksek doğal gaz fiyatlarıyla gerçekleştirilen üretimin 1Ç25'e taşınan stok etkisi belirleyici olmuştur.

Net borç azaldı... Şirketin net borcu 2025/12 sonundaki 133 Milyar TL seviyesinden, 1Ç26'da 124 Milyar TL seviyesine geriledi. Net borç/FAVÖK rasyosu 5.82x seviyesinde bulunmaktadır.

AL
Hedef Fiyat: 65,00 TL
Önceki Hedef Fiyat: 65,00 TL
Getiri Potansiyeli: %25,5

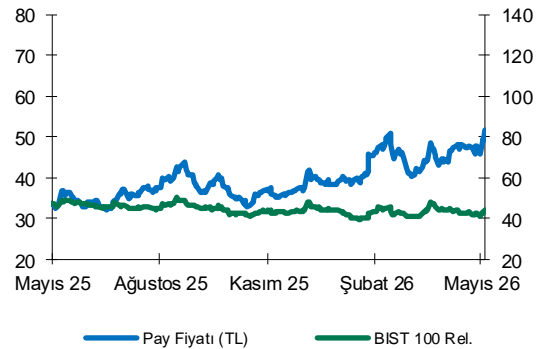
	TL	US\$
Fiyat	51,80	1,15
BİST 100	15.063	333
US\$ (MB Alış):	45,1900	
52 Hafta Yüksek:	51,80	1,17
52 Hafta Düşük:	32,08	0,79
Bloomberg/Reuters Kodu:	SISE.TI / SISE.IS	

	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3.063	
Piyasa Değeri:	158.674	3.514
Halka Açık PD:	77.750	1.722

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	11	58	35
US\$ Getiri (%):	9	35	28
BİST 100 Göreceli Getiri (%):	0	-3	1
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	2.181		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	51,3		

Beta	1,14
Yıllık Volatilitte (Hisse)	0,33
Yıllık Volatilitte (BİST 100)	0,26

Ortaklık Yapısı	%
Türkiye İş Bankası A.Ş.	52,6
Diğer	38,1
Efes Holding A.Ş.	7,0
Hisse Geri Alım	2,3
Toplam	100,0



Sonuç olarak, satış gelirlerinde görülen sınırlı daralmaya rağmen, operasyonel kârlılık ve net kârın beklentilerin üzerinde gerçekleşmesi; operasyonel marjlardaki yıllık iyileşme ve net borçluluk seviyesindeki gerilemeyle birlikte değerlendirildiğinde, açıklanan finansal sonuçların şirket payları açısından kısa vadede sınırlı pozitif algılanabileceğini düşünüyoruz. Bununla birlikte, Şişecam'ın güçlü coğrafi çeşitliliği, katma değerli ürün portföyü, devam eden kapasite artırımı yatırımları ve verimlilik odaklı dönüşüm stratejileri sayesinde orta ve uzun vadede operasyonel dayanıklılığını koruyarak sürdürülebilir büyümesini desteklemeyi sürdüreceğini öngörüyoruz. Bu doğrultuda, 1Ç26 finansal sonuçlarının ardından, **65,00 TL** seviyesindeki hedef pay fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Mevcut pay fiyatına göre hedef değerimiz, %25,5 oranında getiri potansiyeli taşımaktadır.

Tablo 1: Özet Gelir Tablosu (TMS 29 Etkisi Dahil)

Milyon TL	1Ç25	1Ç26	Yıllık	4Ç25	Çeyreklik
Satış Gelirleri	59.497	57.478	-3,4%	60.723	-5,3%
Brüt Kar	14.088	15.936	13,1%	16.415	-2,9%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>23,7%</i>	<i>27,7%</i>		<i>27,0%</i>	
Operasyonel Kar	-2.147	-884	A.D.	-1.408	A.D.
<i>Operasyonel Kar Marjı</i>	<i>-3,6%</i>	<i>-1,5%</i>		<i>-2,3%</i>	
FAVÖK	3.521	4.030	14,4%	3.225	25,0%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>5,9%</i>	<i>7,0%</i>		<i>5,3%</i>	
Net Kar	1.641	1.884	14,8%	4.275	-55,9%
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>2,8%</i>	<i>3,3%</i>		<i>7,0%</i>	

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2025/12	2026/03	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	268.545	262.756	-2,2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	70.109	65.973	-5,9%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	63.474	51.080	-19,5%
Ticari Alacaklar	43.995	44.942	2,2%
Hazır Değerler	41.975	42.441	1,1%
Diğer Kısa Vadeli Vartıklar	69.730	71.164	2,1%
Toplam Aktifler	557.829	538.355	-3,5%
Uzun Vadeli Borçlar	108.669	128.281	18,0%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	29.285	29.692	1,4%
Kısa Vadeli Borçlar	22.754	21.980	-3,4%
Ticari Yükümlülükler	35.178	27.204	-22,7%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.650	45.163	-31,2%
Toplam Yükümlülükler	261.536	252.320	-3,5%
Toplam Özsermaye	296.293	286.035	-3,5%
Toplam Pasifler	557.829	538.355	-3,5%
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2025/03	2026/03	%Değ
Net Satışlar	59.497	57.478	-3,4%
SMM	45.408	41.542	-8,5%
Brüt Kâr	14.088	15.936	13,1%
Faaliyet Giderleri	16.236	16.820	3,6%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	-2.147	-884	A.D.
Net Diğer Gelir/(Gider)	1.349	741	-45,0%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	53	-2.831	A.D.
Finansman Gelir/(Gider)	-6.163	-1.474	A.D.
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	8.682	9.648	11,1%
Vergi Öncesi Kâr	1.968	5.309	169,8%
Vergi	-229	-3.862	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	1.738	1.447	-16,8%
Azınlık Payları	97	-437	A.D.
Ana Ortaklık Payları	1.641	1.884	14,8%

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım

Şeker Yatırım

UYARI NOTU:

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5
ŞİŞLİ /İSTANBUL Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, arastirma@sekeryatirim.com