

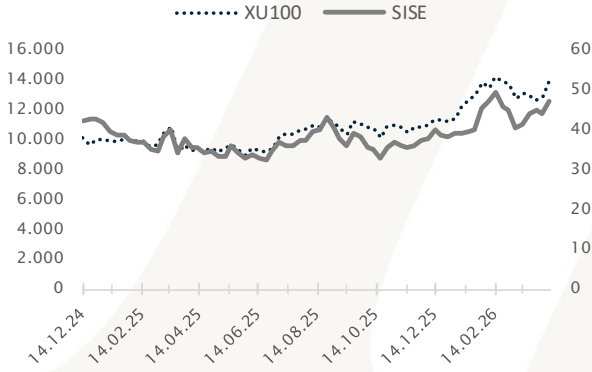
Hisse Bilgileri

Bloomberg / Bist Kodu	SISE:TI	SISE
Rapor Adı:	Değerleme Raporu	
Şirket Adı	Şişe Cam	
Hisse Sektör	Cam	
Rapor Tarihi	13.04.2026	
Kapanış Fiyatı - TL	47,44	
Öneri	AL	
Hedef Fiyat - TL	71,05	
Önceki Hedef Fiyat - TL	--	
Getiri Potansiyeli - %	%49,76	

Piyasa Bilgileri

Piyasa Değeri - Milyon TL	145.319
Firma Değeri - Milyon TL	266.092
Hacim - Milyon TL	3.311
Halka Açıklık - %	%47,10

Hisse ve Endeks Karşılaştırması



Finansal Bilgiler - Yıllık	2023/12	2024/12	2025/12
Hasılat - Milyon TL	219.447	242.921	224.527
Brüt Kâr - Milyon TL	60.371	55.007	61.984
FAVÖK - Milyon TL	29.682	14.165	18.831
Net Kâr - Milyon TL	24.789	6.574	9.878

Finansal Bilgiler - Çeyrek	2023/12	2024/12	2025/12
Hasılat - Milyon TL	60.455	61.226	62.249
Brüt Kâr - Milyon TL	14.533	13.438	16.882
FAVÖK - Milyon TL	5.584	2.543	3.594
Net Kâr - Milyon TL	13.836	-1.575	4.135

Çarpanlar	2023/12	2024/12	2025/12
F/K (x)	5,66	19,35	11,90
FD/FAVÖK (x)	6,69	15,80	12,66

Kaynak: Finnet

TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş

Şişecam, cam ve kimyasallar sektöründe sahip olduğu entegre üretim yapısı, geniş coğrafi yayılımı ve çok segmentli iş modeli sayesinde küresel ölçekte stratejik bir konumda bulunmaktadır. Şirketin mimari cam, cam ambalaj, kimyasallar, enerji endüstriyel cam ve birçok segmente yayılan dengeli portföyü, farklı ekonomik döngülere karşı dayanıklılığını artırırken, operasyonel esneklik sağlamaktadır. Bu yapı, tek bir sektöre veya coğrafyaya bağımlı olmayan gelir kompozisyonu sayesinde, dönemsel talep dalgalanmalarına karşı doğal bir dengeleme mekanizması sunmaktadır.

Son yıllarda hayata geçirilen büyük ölçekli yatırımlar ve devreye alınan yeni kapasiteler, şirketin üretim altyapısını güçlendirirken verimlilik odaklı dönüşüm, kapasite optimizasyonu ve ürün karmasındaki iyileşme kârlılık tarafında belirgin bir toparlanmayı beraberinde getirmektedir. Özellikle katma değerli cam ürünlerine yönelik artan odak, şirketin yalnızca hacim bazlı değil, aynı zamanda marj kalitesi yüksek bir büyüme patikasına yöneldiğine işaret etmektedir. Bu dönüşüm, operasyonel performansın daha sürdürülebilir bir yapıya kavuşmasını sağlarken, fiyatlama gücünü de destekleyen kritik bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Cam sektörünün enerji verimliliği regülasyonları, kentsel dönüşüm ve sosyal konut projeleri, otomotiv ve yenilenebilir enerji yatırımları gibi çok boyutlu talep dinamikleriyle desteklenmesi, Şişecam'ın faaliyet gösterdiği alanlarda orta ve uzun vadeli büyüme görünümünü güçlendirmektedir. Bununla birlikte, sürdürülebilirlik odaklı dönüşüm çerçevesiyle cam ambalajlara yönelik ilginin artması, sektör açısından yapısal bir talep desteği oluşturmaktadır. Bu çerçevede, cam ve kimyasallar segmentlerinin farklı talep dinamiklerine hitap eden yapısı, büyümenin yalnızca tek bir kaynağa bağlı kalmadan dengeli şekilde sürdürülmesine imkân tanımaktadır.

Önümüzdeki dönemde, tamamlanan yatırımların finansallara katkısının daha belirgin hale gelmesiyle birlikte, şirketin kârlılık ve nakit üretim kapasitesinde anlamlı bir iyileşme sürecine girebileceğini değerlendiriyoruz. Yatırım harcamalarının yüksek seyrettiği dönemin ardından daha dengeli bir sermaye harcaması yapısına geçilmesi, serbest nakit akışı tarafında toparlanmayı destekleyecek temel unsurlar arasında yer almaktadır.

Operasyonel kârlılık tarafında ise, kapasite kullanım oranlarındaki artış, maliyet yönetimi uygulamaları ve ürün karmasındaki iyileşmenin etkisiyle operasyonel kaldıraç dinamiklerinin daha belirgin hale gelmesini bekliyoruz. Bu doğrultuda, kârlılık göstergelerinin yalnızca hacim artışına değil, aynı zamanda verimlilik kazanımlarına dayalı olarak güçlenmesi, şirketin finansal performansını daha sağlıklı bir zemine taşıyacağını düşünmekteyiz.

Tüm bu unsurlar birlikte değerlendirildiğinde, Şişecam'ın yüksek yatırım döngüsünün sonuna yaklaşılmasıyla birlikte operasyonel performansını daha güçlü şekilde finansallara yansıtabilecek, nakit üretim kapasitesini arttırabilecek ve mevcut değerlendirme seviyeleriyle orta vadede yeniden fiyatlama potansiyeli taşıyan bir konumda olduğunu değerlendiriyoruz.

Şişecam için 12 aylık hedef fiyatımızı **71,05 TL** olarak belirliyoruz. Bu değer, 10 Nisan 2026 kapanış fiyatı olan 47,44 TL'ye göre %49,76 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Bu kapsamda uzun vadeli tavsiyemizi **"AL"** olarak belirlerken, Şişecam'ı da araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

ŞİRKET HAKKINDA

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. Türkiye İş Bankası tarafından kurulan ve 23 Ocak 1936 tarihinde ticaret siciline tescil edilen, bugün ise Türkiye'nin cam ve kimyasallar sektöründeki en büyük entegre oyuncularından biri konumunda bulunan küresel bir sanayi grubudur. Kuruluşundan bu yana geçen yaklaşık 90 yıllık süreçte şirket yurt içi bir cam üreticisinden, 13 ülkede üretim tesisleri ve dünya genelinde 22.000'i aşkın çalışanıyla faaliyet gösteren çok segmentli bir global oyuncuya dönüşmüştür.

Şirket hisseleri, 3 Ocak 1986 tarihinden bu yana Borsa İstanbul'da (SISE) işlem görmektedir. Ana ortak konumundaki Türkiye İş Bankası, 10 Nisan 2026 itibarıyla Şişecam'da doğrudan %52,58'lik paya sahip olup yönetim kontrolünü elinde tutmaktadır. Efes Holding %7,02 ile ikinci büyük ortak konumundadır. Şirket'in fiili dolaşım oranı yaklaşık %47,1 olup bu oran, kurumsal yatırımcılar için anlamlı bir likidite derinliği sunmaktadır. Şirket, geri alım programları kapsamında kümülatif olarak sermayenin %4,50'sine denk gelen pay geri almıştır ve 10 Nisan 2026 itibarıyla ortaklık yapısında taşınan geri alınmış pay oranı ise %2,31 olmuştur.

Ödenmiş sermaye 3.063 mnTL olup kayıtlı sermaye tavanının geçerlilik süresi 2025-2029 yılları olarak belirlenmiştir.

Bir Bakışta Şişecam:

Başlık	Bilgi
Tescil Tarihi	1936
Borsa Kodu	SISE
Ana Ortak	Türkiye İş Bankası
Ana Ortak Payı	%52,58
Fiili Dolaşım	%47,1
Faaliyet Gösterilen Ülke	13
Çalışan Sayısı	22.000+
Ana Faaliyet Alanları	Cam ve Kimyasallar
Üretim Yapısı	Çok segmentli entegre yapı
Ödenmiş Sermaye	3.063.214.056,17 TL

Kaynak: Şirket Verileri, KAP

Faaliyet Yapısı ve Segmentler

Şişecam Grubu, yönetim raporlaması açısından yedi faaliyet grubuna ayrılmaktadır: Mimari Cam, Endüstriyel Cam (otomotiv camı, enkapsülasyon ve cam elyaf), Cam Ev Eşyası, Cam Ambalaj, Kimyasallar, Enerji ve diğer faaliyetler.

Grubun ana faaliyet alanlarını oluşturan cam ve kimyasallar operasyonları toplam gelirin %92'sini oluşturmaktadır. Cam segmenti kendi içinde değerlendirildiğinde 4,6 milyon ton yıllık brüt üretim kapasitesiyle en büyük iş kolu konumundaki Mimari Camlar, 16 aktif fırın ve Türkiye, Bulgaristan, İtalya, Hindistan, Rusya ile Mısır'daki tesisleriyle 2025 yılı konsolide gelirinin %24'ünü ve FAVÖK'ünün %49'unu üretmiştir. 9 üretim tesisinde 25 aktif fırınla ve 3,3 milyon ton yıllık kapasiteyle faaliyet gösteren Cam Ambalaj iş kolu, gelirin %23'ünü ve FAVÖK'ünün %33'ünü karşılamıştır. Kimyasallar segmenti ise soda külü ve krom kimyasalları üretimi ile gelirin %21'ine, FAVÖK'ünün %25'ine katkı sağlamıştır.

Endüstriyel Camlar iş kolu; otomotiv camlar, enkapsülasyon ve cam elyaf faaliyetlerinden oluşmakta olup gelirin %12'sini oluşturmaktadır. Türkiye, Bulgaristan, Rusya ve Mısır'da 9 fırınla faaliyetini sürdüren Cam Ev Eşyası segmenti, 2025 yılında zayıf talep dinamikleri nedeniyle baskı altında kalmıştır. Enerji segmenti ise elektrik üretimi, elektrik ve doğalgaz operasyonlarını kapsamakta olup gelirin %6'sını oluşturmaktadır.

Segment	Ana Faaliyet	Gelir Payı	FAVÖK Payı	Not
Mimari Cam	Düz cam, kaplamalı cam, ısıcam	%24	%49	En büyük ve en kârlı iş kolu
Cam Ambalaj	Şişe, kavanoz	%23	%33	Dayanıklı marj yapısı
Kimyasallar	Soda külü, krom kimyasalları	%21	%25	Dikey entegrasyon açısından kritik
Endüstriyel Cam	Otomotiv camlar, enkapsülasyon ve cam elyaf	%12	%8	Toparlanma potansiyeli
Cam Ev Eşyası	Paşabahçe	%12	Negatif	2025'te baskı altında
Enerji	Elektrik ticareti	%6	Nötr	Operasyonel optimizasyon sağlayan destek segment
Diğer	Destek Faaliyetler	%2	Negatif	Çekirdek dışı destekleyici faaliyetler

Şişecam'ın faaliyet yapısı, tek bir ürün ya da pazara bağlı olmayan, farklı cam kategorileri ile kimyasallar segmenti arasında dengeli dağılmış, çok ayaklı bir sanayi platformuna işaret etmektedir.

Kaynak: Şirket Verileri, Ahlatcı Yatırım Araştırma

Sermaye Yapısı ve Bağlı Ortaklıklar

Grup, 54 bağlı ortaklık, 1 iş ortaklığı, 4 iştirak ve 1 müşterek faaliyetten oluşmaktadır. Yapının temel taşları şu şekilde özetlenebilir: Mimari Cam bünyesinde Trakya Glass Bulgaria EAD (Bulgaristan), Sisecam Flat Glass Italy S.R.L. ve Sisecam Flat Glass South Italy S.R.L. (İtalya), Trakya Glass Rus AO (Rusya), Sisecam Flat Glass India Private Limited (Hindistan) ve Saint Gobain Glass Egypt S.A.E. (Mısır) yer almaktadır. Endüstriyel Cam kanadında Şişecam Otomotiv A.Ş., Sisecam Automotive Slovakia S.R.O. ve Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş. konumlanmaktadır. Cam Ambalaj'da OOO Ruscam Glass Packaging Holding (Rusya), JSC Mina (Gürcistan) ve 2026 yılı başında faaliyete geçen Sisecam Glass Packaging Hungary Kft. (Macaristan) yer almaktadır. Kimyasallar segmentinde ise Sisecam Chemicals Resources LLC ve Sisecam Wyoming LLC (ABD doğal soda külü) ile Cromital S.p.A. (İtalya, krom kimyasalları) öne çıkmaktadır. Paşabahçe markasıyla dünya genelinde 163 ülkeye ihracat gerçekleştiren Cam Ev Eşyası segmentinde ise İtalya, İspanya, Almanya, ABD ve Çin'de satış ve pazarlama şirketleri faaliyet göstermektedir.

Şirketin Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay
Türkiye İş Bankası A.Ş.	%52,58
Efes Holding A.Ş.	%7,02
Halka açık ve diğer	%38,08
Hisse Geri Alım	%2,31

Kaynak: Finnet

Şirketin yönetimi ise güçlü ana ortaklık yapısı ve kurumsal yönetim çerçevesiyle şekillenmektedir. 1 Mayıs 2025 itibarıyla Genel Müdür ve Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev yapan Can Yücel'in yanı sıra, Yönetim Kurulu Başkanlığı'nı Adnan Bali, Başkan Vekilliği'ni ise Hasan Cahit Çınar yürütmektedir. Üç bağımsız üyenin de yer aldığı Yönetim Kurulu; denetim, kurumsal yönetim, risk yönetimi, topluluk performansı, sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik alanlarında faaliyet gösteren altı komite ile desteklenirken, mali işler fonksiyonu Mali İşlerden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Gökhan Güralp tarafından yürütülmektedir.

Temettü Politikası

Son altı yıllık döneme bakıldığında şirketin her yıl düzenli temettü ödediği görülmektedir. 2025 Mayıs'ta ödenen 2024 yılı temettüsü hisse başına 0,65 TL brüt olup toplam dağıtım tutarı 2 Milyar TL'dir. 2026 yılı için 30 Mayıs tarihinde ödenecek 1,8 Milyar TL nakit temettü ise hisse başına yaklaşık 0,59 TL brüt düzeyine karşılık gelmektedir.

İŞ MODELİ VE REKABET AVANTAJLARI

Grup, hammadde temininden nihai ürün satışına kadar uzanan süreçte entegre bir yapı kurmuş olup, bu yapı hem operasyonel verimliliği artırmakta hem de dışa bağımlılığı sınırlamaktadır. Şirketi rakiplerinden ayıştıran temel unsur, yalnızca büyük ölçekli bir cam üreticisi olması değil, mimari cam, cam ambalaj, otomotiv camı, cam ev eşyası ve kimyasallar gibi farklı alanlarda eş zamanlı faaliyet gösteren, coğrafi ve ürün çeşitliliği sayesinde döngüsel risklere karşı tampon mekanizmaları barındıran çok segmentli bir endüstriyel platform niteliği taşımasıdır.

Cam üretimi yüksek ısıda sürekli çalışan fırınlara dayalı olup, bu fırınların kurulumu büyük ön yatırım gerektirmekte, bir kez devreye alındıktan sonra ise yıllarca düşük değişken maliyetle çalışabilmektedir. Bu yapı, sektörde önemli bir giriş engeli yaratırken Şişecam'a da ölçek ekonomisinden kaynaklanan kalıcı maliyet avantajı sağlamaktadır. 2025 yılında uygulanan Verimlilik Yönetim Programı kapsamında kapasite kullanım oranı artışı ve üretim optimizasyonu sayesinde FAVÖK marjının %7'den %11'e yükselmesi, bu modelin operasyonel kaldıraç yaratma gücünü ortaya koymaktadır.

Şirketin değer zinciri içindeki konumunu güçlendiren ikinci ana unsur dikey entegrasyondur. Şişecam, cam üretiminin temel hammaddelerinden biri olan soda külünü Kimyasallar segmenti bünyesinde Türkiye, Bulgaristan, Bosna ve ABD'de üretmektedir. Camış Madencilik aracılığıyla cam kumu ve diğer hammaddelerin bir bölümünü iç kaynaklardan karşılamakta, Enerji segmentinde ise bünyesinde yer alan Mersin Kojenerasyon Santrali, Trakya Bölge Santrali ve fabrikadaki Atık Isı Elektrik Üretim Santralleri ve Güneş Enerjisi Santrallerinde gerçekleşen elektrik üretimini sürdürülebilirlik odağıyla kendi tesislerinde tüketmektedir.

İş Modelinin Temel Unsurları	
Dikey entegrasyon	Hammadde güvencesi, maliyet kontrolü ve tedarik riskinin azaltılması
Sermaye yoğun yapı	Yüksek giriş engeli ve ölçek ekonomisi
Segment çeşitliliği	Döngüsel baskıların farklı iş kolları arasında dengelenmesi
Coğrafi çeşitlilik	Uluslararası satışların artması ve kur bazlı dayanıklılık
Katma değerli ürünlere geçiş	Fiyatlama gücü ve marj artışı
Enerji ve maden entegrasyonu	Operasyonel esneklik ve maliyet tamponu

Segmentler arası çapraz katkı, iş modelinin bir diğer kritik unsurudur. Kimyasallar segmentinin ürettiği soda külü, mimari cam ve cam ambalaj üretiminde doğrudan kullanılmaktadır. Endüstriyel cam bünyesindeki cam elyaf faaliyetleri, altyapı, otomotiv ve enerji gibi farklı sektörlerde müşteri kazanımına imkân tanımaktadır. Coğrafi çeşitlendirme de bu yapıyı tamamlamaktadır. Şişecam, Avrupa, Rusya ve BDT, Güney Asya ve Amerika kıtasında üretici kimliğiyle varlık göstermekte ve bu sayede uluslararası satışların toplam gelire katkısı %59'a, gelişmiş pazarların payı ise %40'a ulaşmaktadır. Döviz bazlı gelir kompozisyonu da TL maliyetlerinin yüksek seyrettiği dönemlerde marj korumasını desteklemektedir.

İş modelinin son yıllardaki en önemli stratejik boyutu ise katma değerli ürünlere geçiştir. Standart düz camdan, kaplamalı cam, ısı yalıtımlı cam ve güneş enerjisi camı gibi daha yüksek marjlı ürünlerin ağırlığının artırılması hem fiyatlama gücünü hem de kârlılığı iyileştirmektedir. Tarsus'taki 200 milyon Euro'luk yeni buzlu cam fırını ve enerji camı işleme hatları ile Bulgaristan ve İtalya'daki yeni kaplamalı cam hatları bu dönüşümün somut göstergeleri arasında yer almaktadır. Avrupa'daki enerji verimliliği düzenlemeleri ve Türkiye'de uygulanan TS825 standardı da bu dönüşümün orta vadeli talep ayağını desteklemektedir.

Sektör ve Üretim Sürecine İlişkin Temel Kavramlar	
Düz Cam / Flat Glass	Bina cepheleri, iç mekân bölmeleri, güneş panelleri ve otomotiv camı gibi geniş yüzeyli uygulamalarda kullanılan, yüzer cam fırınlarına dayalı kesintisiz üretimle elde edilen cam türüdür.
Kaplamalı Cam	Standart düz cama metal oksit katmanları uygulanarak enerji tasarrufu, güneş kontrolü veya fotovoltaik verimlilik gibi ek özellikler kazandırılmış, daha yüksek katma değerli cam türüdür.
Soda Külü	Cam üretiminin temel kimyasal girdilerinden biridir. Şişecam bu girdiyi hem Türkiye'de sentetik yöntemle hem de ABD Wyoming'de doğal yöntemle üretmektedir.
Soğuk Tamir	Cam fırınlarının belirli aralıklarla kapatılarak kapsamlı bakım ve yenileme sürecinden geçirilmesidir.
Fırın Ateşlemesi	Yeni ya da soğuk tamiri tamamlanan fırının yeniden üretime alınması ve tam kapasiteye ulaşma sürecidir.
Enkapsülasyon	Otomotiv camının plastik veya kauçuk çerçeve ile çevrilmesi işlemidir.
Yeşil Saha Yatırımı	Mevcut tesislere ek kapasite kurmak yerine sıfırdan yeni üretim tesisi kurulmasıdır. Tarsus ve Macaristan yatırımları bu kapsamdadır.

Kaynak: Şirket Verileri / Ahlatcı Yatırım Araştırma / Wikipedia / Glassforeurope

Segment Bazlı Operasyonel Görünüm

Segment Özeti				
Segment	Gelir Payı	FAVÖK Payı / Etkisi	2025 Görünümü	Ana Tema
Mimari Cam	24%	49%	Güçlü	Katma değerli ürünlere geçiş
Cam Ambalaj	23%	33%	Olumlu	Avrupa'ya yakın yeni kapasite
Kimyasallar	21%	25%	Baskılı	Soda külü arz fazlası
Endüstriyel Cam	12%	8%	Toparlanıyor	Otomotiv ve elyaf tarafında iyileşme
Cam Ev Eşyası	12%	Negatif	Zayıf	Talep baskısı, maliyet dönüşümü
Enerji	6%	Nötr	Destekleyici	Grup içi enerji optimizasyonu
Diğer	2%	Negatif	Baskılayıcı	Destek faaliyetler

Kaynak: Şirket Verileri, Ahlatcı Yatırım Araştırma

Mimari Camlar

Mimari Camlar, Şişecam'ın en büyük ve en kârlı iş koludur. Türkiye, Bulgaristan, İtalya, Hindistan ve Rusya'daki 15 aktif hat ile Mısır'daki ortaklık hattı dahil toplam 4,6 milyon ton yıllık brüt kapasiteyle faaliyet göstermektedir. 2025 yılında net grup dışı gelirler yıllık %1 artışla 54 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı %11'den %21'e çıkmıştır. Bu iyileşmede fiyat ortamı, kapasite kullanımı ve Verimlilik Yönetim Programı belirleyici olmuştur. Segmentin orta vadeli ana büyüme eksenini, katma değerli ürünlerin payının artırılmasına yöneliktir.

Cam Ambalaj

Cam Ambalaj segmenti; gıda, içecek, ilaç ve kozmetik sektörlerini ambalaj çözümleriyle beslemekte olup Türkiye, Rusya ve Gürcistan'da toplam 9 üretim tesisi, 25 aktif fırın ve 3,3 milyon ton yıllık kapasite ile faaliyet göstermektedir. 2025'te net grup dışı gelirler %4 artışla 52 milyar TL'ye yükselirken, FAVÖK marjı yaklaşık 550 baz puanlık artışla %16'ya ulaşmıştır. Avrupa'daki müşteri tabanının genişlemesi ve Macaristan tesisinin sağladığı lojistik avantaj, segmentin orta vadeli görünümünü desteklemektedir.

Cam Ev Eşyası

Paşabahçe markasıyla faaliyet gösteren Cam Ev Eşyası segmenti, 163 ülkeye ihracat yapmaktadır. Türkiye, Bulgaristan, Rusya ve Mısır'daki toplam 9 fırınla üretim yapmaktadır. Satış ve pazarlama ağını İtalya, İspanya, Almanya, ABD ve Çin üzerinden sürdürmektedir. Ancak 2025 yılında yüksek stok seviyeleri ve düşük maliyetli ithalat baskısı nedeniyle satış hacmi %18 gerilemiş, net grup dışı gelirler 26 milyar TL'de gerçekleşmiş ve FAVÖK marjı negatif %3 olarak gerçekleşmiştir. Aralık 2025'te el yapımı cam üretiminin Denizli'den Kırklareli'ndeki otomatik tesise taşınmasının tamamlanmış olması, 2026'da maliyet iyileştirmesi açısından önemlidir.

Kimyasallar

Kimyasallar segmenti, soda külü ve krom kimyasalları üretiminden oluşmaktadır. Şirket, soda külü faaliyetlerinde, Türkiye, ABD, Bosna ve Bulgaristan'da üreticidir. ABD'deki doğal soda külü operasyonu hem stratejik tedarik güvencesi hem de daha düşük enerji yoğunluğu sayesinde önemli bir rekabet avantajı sunmaktadır. Buna karşın 2025 yılında küresel soda külü piyasasındaki arz fazlası ve temkinli stok yönetimi nedeniyle segment gelirleri %15 azalarak 48 milyar TL'ye gerilemiş, satış hacmi soda külü özelinde %5 düşmüş ve segment FAVÖK marjı %12 olmuştur. Krom kimyasalları tarafında hacim gerilerken, ürün karması sayesinde ton başına fiyatlar yükselmiştir.

Endüstriyel Camlar

Endüstriyel Cam segmenti, otomotiv camı, enkapsülasyon ve cam elyaf faaliyetlerini içermektedir. 2025 yılında uzun bir aradan sonra yeniden FAVÖK pozitif hale gelmiş ve net grup dışı gelirler %4 artışla 28 milyar TL'ye ulaşmıştır. Otomotiv camı ve enkapsülasyon tarafında OEM teslimatları sayesinde ton bazlı hacim %4, dolar bazlı ton fiyatı %14 yükselmiştir. Otomotiv yenileme camı kanalının segment gelirlerine katkısı %14 seviyesindedir. Cam elyaf tarafında ihracat zayıf kalsa da iç satışların artması ve seçici satış stratejisi sayesinde endüstriyel camların FAVÖK marjı negatif %9'dan %7'ye toparlanmıştır.

Enerji

Enerji segmenti, Şişecam'ın grup içi enerji ihtiyacının yönetimi ve optimizasyonuna odaklanmakta olup, elektrik ve doğal gaz ticareti Şişecam Enerji A.Ş. üzerinden yürütülürken elektrik üretimi Camış Elektrik Üretim tarafından gerçekleştirilmektedir. 2025 yılında segment konsolide gelirin yaklaşık %6'sını oluştururken faaliyet kârına nötr etki yapmıştır. 2025 yılında küresel enerji talebi %3 artarken Türkiye'de toplam enerji talebi %3,4 yükselmiş, buna karşın hidroelektrik kaynaklı üretimde düşüş gözlenmiştir. Şişecam, aynı dönemde öz tüketime yönelik yenilenebilir enerji yatırımlarını sürdürmüş, Kırklareli'nde rüzgâr ve GES projeleri için kapasite alınmış, Polatlı ve Eskişehir'de başlatılan GES projeleri devreye alınmış ve Eskişehir Cam Ev Eşyası fabrikasındaki yatırımın 2026'da üretime geçmesi planlanmıştır. Ayrıca Bulgaristan ve İtalya'daki tesislerde yenilenebilir enerji üretimine yönelik çalışmalar devam etmektedir. 2026 yılı için Türkiye'de lisanslı üretime ek olarak lisanssız yenilenebilir yatırımların değerlendirilmesi, elektrik ticaretinde yurtiçi faaliyetlerin güçlendirilmesi ve doğal gaz ticaret fırsatlarının takip edilmesi hedeflenmektedir.

Diğer

Diğer faaliyetler, çekirdek operasyonlar dışında kalan destekleyici ve yardımcı faaliyetleri kapsamaktadır. Toplam gelir içindeki payı sınırlı olmakla birlikte, 2025 yılında FAVÖK üzerinde negatif etki yaratmıştır.

SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Cam ve kimyasallar sektörü; yapı malzemeleri, otomotiv, ambalaj, tüketim malları ve enerji teknolojileri gibi farklı nihai kullanım alanlarına aynı anda hizmet veren stratejik bir sanayi koludur. Bu yapı, sektöre doğal bir çeşitlendirme avantajı sağlarken talep görünümünü de inşaat faaliyetleri, otomotiv üretimi, gıda ve içecek tüketimi ile enerji yatırımlarındaki gelişmelere bağlı hale getirmektedir. Bununla birlikte sektör, enerji yoğun üretim yapısı, yüksek sermaye gereksinimi ve uzun yatırım döngüleri nedeniyle enerji fiyatları, küresel ticaret koşulları ve makroekonomik dalgalanmalardan yapısal olarak etkilenmektedir. Küresel cam pazarının önümüzdeki dönemde yıllık ortalama %3-5 büyümesi beklenmektedir. Bu büyümeyi destekleyen başlıca unsurlar ise gelişmekte olan ekonomilerde kentleşmenin sürmesi, Avrupa ve Türkiye’de enerji verimliliğini zorunlu kılan düzenlemeler, yenilenebilir enerji yatırımlarının güneş enerjisi camına olan talebi artırması ve elektrikli araçlara geçiş sürecinin otomotiv camında daha yüksek katma değerli ürün ihtiyacını desteklemesidir. Öte yandan sektörün karşı karşıya olduğu temel riskler ise enerji fiyatlarında oynaklık, Asya-Pasifik kaynaklı düşük maliyetli kapasite baskısı, küresel ticaret gerilimleri ve karbon düzenlemeleridir.

Türkiye’nin Konumu: Net İhracatçı ve Bölgesel Üretim Merkezi

Türkiye cam sektörü uzun süredir net ihracatçı pozisyonda bulunan ve bölgesinde öne çıkan üretim merkezlerinden biridir. Bu güçlü yapı, sektörün dış ticaret tarafındaki dengeli konumunu koruduğunu göstermektedir. Bu yapının arkasında Türkiye’nin Avrupa, Orta Doğu ve Orta Asya pazarlarına coğrafi yakınlığı, doğal hammadde rezervlerine erişim, üretim altyapısının olgunluğu ve bölgesel lojistik üstünlüğü bulunmaktadır. Türkiye’nin Trans-Hazar Orta Koridor üzerindeki stratejik konumu da ihracat lojistiği ve müşteri erişimi açısından önemli bir avantaj yaratmaktadır.

Talep Sürücülerini Özeti

Talep Alanı	Temel Dinamik	En Çok Etkilediği Segment
İnşaat ve konut	Kentsel dönüşüm, ruhsat artışı, TS 825	Mimari Cam
Otomotiv	Türkiye’de güçlü Pazar, Avrupa’da zayıf görünüm, Rusya’da daralma	Endüstriyel Cam
Gıda, içecek, ilaç	Daha istikrarlı talep yapısı	Cam Ambalaj
Küresel soda külü piyasası	Arz fazlası ve fiyat baskısı	Kimyasallar
Enerji verimliliği ve solar cam	Kaplamalı cam ve fotovoltaik cam talebinde artış	Mimari Cam / Kimyasallar

İnşaat ve Konut Sektörü

Mimari cam segmenti açısından en önemli yurt içi talep motoru inşaat sektörüdür. Türkiye İMSAD verilerine göre inşaat sektörü 2023 yılında %7,2, 2024 yılında %9,3 ve 2025 yılının ikinci çeyreğinde %10,9 büyümüştür. Deprem bölgelerindeki yeniden imar faaliyetleri, kentsel dönüşüm programları ve kamu destekli konut projeleri bu görünümü desteklemektedir. Aynı dönemde alınan yapı ruhsatı adetleri yıllık %90,3 artışla 292.433 adede ulaşmış, konut satışları ise Ocak-Temmuz döneminde %24,2 büyüyerek 834.751 adede çıkmıştır. Bu veriler, fiziksel inşaat faaliyetlerinin ve buna bağlı cam talebinin önümüzdeki dönemde destekleyici kalabileceğine işaret etmektedir. Türkiye’de uygulanan TS825 standardı ise yüksek performanslı kaplamalı cam ile çift ve üçlü ısıcam kullanımını teşvik ederek daha yüksek katma değerli ürünlere geçişi desteklemektedir. Avrupa’daki benzer düzenlemeler de bu dönüşümün bölgesel ölçekte kalıcı hale gelmesine katkı sağlamaktadır.

Otomotiv Sektörü

Endüstriyel cam segmenti açısından Türkiye ve Avrupa otomotiv pazarları belirleyici konumdadır. Türkiye otomobil ve hafif ticari araç pazarı ODMD’nin verilerine göre 2026 yılı Ocak-Mart döneminde yıllık %3,94 daralarak 265.398 adede gerilerken, otomobil satışları %5,86 düşüşle 210.688 adet olarak gerçekleşmiştir. Buna karşılık hafif ticari araç pazarı aynı dönemde %4,23 artışla 54.710 adede yükselmiştir. Bu görünüm, yurt içi otomotiv camı tarafında daha temkinli bir tabloya işaret etmektedir.

ACEA verilerine göre AB yeni otomobil kayıtları 2026 yılı Ocak-Şubat döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %1,2 gerilerken, elektrikli araçların pazar payı %18,8’e yükselmiştir. Bu tablo, talebin tamamen bozulmadığını ancak regülasyonlar, model dönüşümü ve güç aktarma sistemi geçişinin sektörde belirsizlik yarattığını göstermektedir. Bununla birlikte elektrikli araçlara geçiş, araç başına cam içeriğini artırdığı için teknik üretim kabiliyeti yüksek tedarikçiler açısından orta vadeli önemli bir fırsat yaratmaktadır.

Gıda, İçecek, İlaç Talebi

Cam ambalaj, geri dönüştürülebilirlik avantajı, gıda güvenliği açısından nötr yapısı ve premium ürün algısı sayesinde yapısal olarak desteklenen alanlardan biri olmaya devam etmektedir. Özellikle gıda, içecek, kozmetik ve ilaç sektörlerinde plastikten cama geçiş eğilimi, premium segmentlerde talebi desteklemektedir. Avrupa Birliği’nin ambalaj atığına ilişkin hedefleri de cam ambalaj kullanımını teşvik eden düzenleyici bir zemin oluşturmaktadır. Bu çerçevede söz konusu sektörlerdeki talep görünümü, Şişecam’ın Cam Ambalaj segmenti açısından destekleyici bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Soda Külü Talebi

Küresel soda külü piyasası 2025 yılında da Asya-Pasifik, özellikle de Çin kaynaklı kapasite artışlarının yarattığı arz fazlası baskısı altında kalmıştır. Alıcıların temkinli stok yönetimi, küresel ticaret gerilimleri ve talep görünümündeki belirsizlikler kısa vadede fiyatlama gücünü sınırlamaktadır. Bununla birlikte orta ve uzun vadede fotovoltaik cam, yüksek performanslı mimari cam ve otomotiv camı alanlarında artacak cam üretimi, soda külü talebini destekleyen yapısal bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca enerji maliyetlerindeki değişim ve karbonsuzlaşma politikaları, düşük maliyetli sentetik üretimin rekabet gücünü zaman içinde törpüleyebilir.

Enerji Verimliliği ve Solar Cam Talebi

Küresel enerji dönüşümünün hızlanmasıyla birlikte enerji verimliliği ve solar cam talebi, cam sektörü açısından en önemli yapısal büyüme alanları arasında öne çıkmaktadır. Avrupa Birliği'nin bina enerji performansına ilişkin düzenlemeleri yüksek performanslı kaplamalı cam ile çift ve üçlü ısıcam talebini desteklerken, güneş enerjisi yatırımlarındaki artış da fotovoltaik cam talebini yapısal olarak güçlendirmektedir. Fotovoltaik cam, anti-yansıtımlı kaplama, yüksek ışık geçirgenliği ve teknik üretim kabiliyeti gereksinimleri nedeniyle standart cam ürünlere kıyasla daha yüksek katma değerli bir kategori oluşturmaktadır. Bu nedenle yenilenebilir enerji yatırımları yalnızca hacim değil, ürün karmaşıklık ve marj açısından da sektör için önemli bir büyüme eksenini yaratmaktadır. Şişecam'ın Tarsus'taki enerji camı işleme hatları ve yıllık 47 milyon metrekarelik solar cam altyapısı da şirketin bu eğilimden doğrudan yararlanabilecek bir konumda olduğunu gösteriyor.

Bölgesel Görünüm

Bölge	Görünüm	Sektör
Avrupa	Enerji verimliliği ve bina yenileme programları destekleyici, büyüme sınırlı	Mimari Cam, Fotovoltaik Cam
Türkiye	İnşaat, konut ve yeniden imar faaliyetleri güçlü	Mimari Cam, Cam Ev Eşyası, Ambalaj
ABD	Doğal soda külü ve yenilenebilir enerji tarafında destekleyici	Kimyasallar
Hindistan	Güçlü büyüme, kentleşme ve inşaat dinamizmi	Mimari Cam
Rusya / BDT	Jeopolitik risk ve zayıf talep	Endüstriyel Cam, Cam Ev Eşyası

Cam ve Kimyasallar Sektöründe SWOT Analizi

Sektör SWOT Analizi	
Güçlü Yönler	Zayıf Yönler
Yüksek giriş engelleri ve sermaye yoğun yapı	Enerji yoğun maliyet yapısı
Dikey entegrasyonun sağladığı maliyet avantajı	Uzun yatırım döngüleri ve düşük esneklik
Uzun vadeli müşteri ilişkileri ve teknik entegrasyon	Soğuk tamir ve planlı duruş maliyetleri
Yenilenebilir enerji ve enerji verimliliği trendleriyle uyum	Soda külünde kronik arz fazlası baskısı
Geri dönüştürülebilirlik ve sürdürülebilirlik avantajı	Türkiye’de uygulanan TMS-29 standardı ve raporlama karmaşıklığının doğal etkisi
Fırsatlar	Tehditler
Enerji verimliliği direktiflerinin yarattığı zorunlu talep	Asya kaynaklı düşük maliyetli kapasite baskısı
Fotovoltaik cam ve enerji depolama uygulamaları	Enerji fiyatlarında ki volatilité ve enerji geçişi riski
Ambalaj ürünlerinde cam tüketiminin artması	Karbon sınır düzenleme mekanizmaları
Elektrikli araçlarda cam içeriğinin artması	Jeopolitik gerilimler ve tedarik zinciri riskleri
Hindistan gibi büyüme pazarları	Yapı sektöründeki döngüsel dalgalanmalar
Geri dönüşüm ve döngüsel ekonomi	Alternatif malzemelerin artan rekabeti

Sektörün güçlü yönlerinin başında yüksek giriş engelleri, sermaye yoğun yapı ve uzun vadeli müşteri ilişkileri gelmektedir. Cam üretiminde yeni kapasite kurulumu büyük yatırım, uzun inşaat süresi ve ölçek gerektirdiğinden mevcut büyük oyuncular için doğal bir rekabet kalkanı olmaktadır. Dikey entegrasyonun derinliği arttıkça hammadde ve enerji maliyetleri üzerindeki kontrol gücü de artmakta ve bu durum sektöre dış şoklara karşı dayanıklılık kazandırmaktadır. Ayrıca fotovoltaik cam, enerji verimli bina camları ve geri dönüştürülebilir ambalaj ürünleri, sektörün yeşil dönüşüm megatrendiyle uyumunu güçlendirmektedir.

Buna karşılık sektörün zayıf yönleri de yapısal niteliktedir. Enerji yoğun üretim yapısı, marjları doğal gaz ve elektrik fiyatlarındaki dalgalanmalara açık hale getirmektedir. Uzun yatırım döngüleri ve soğuk tamir gereksinimi, talep daralması dönemlerinde kapasiteyi hızla geri çekmeyi zorlaştırmakta ve nakit akışı üzerinde baskı yaratmaktadır. Soda külü tarafında devam eden arz fazlası baskısı ve Türkiye’de uygulanan TMS-29 standardı ve raporlama karmaşıklığı da sektörün izlenmesi gereken zayıf alanları arasındadır.

Şirkete Özgü Güncel Katalistler

Toki Konut Projesi

“Yüzyılın Konut Projesi” olarak değerlendirilen bu proje kapsamında 500.000 sosyal konut inşa edilecek. Ayrıca proje kapsamında 500 bin konuta ek olarak 500 mahalle konağı ve 500 cami de inşa edilecek. Bahsi geçen 500 konağın içerisinde; 500 anaokulu, 500 el sanatları üretim merkezi, 500 spor salonu ve 500 misafirhane inşa edilecek.

Projenin zaman çizelgesi aşağıdaki gibi olacak.

Yüzyılın Konut Projesi Zaman Çizelgesi

Tarih	Çizelge
Kasım 25	Başvurular ve İhale Hazırlıkları
Aralık 25	Başvurular Kapanışı
Ocak 26	Kura Çekilişleri Başlangıcı
Şubat 26	Kura Çekilişleri Sonuçlanması
Mart 26	İhalelerin Başlangıcı ve İnşaat Planlaması
Haziran 26	Şantiye Hazırlıkları ve İlk Kazma
Mart 27	İlk Konut Teslim Başlangıcı

Tarihler ortalama olarak belirtilmiştir.

Şişecam, mimari camlar segmentinde sahip olduğu 4,6 milyon tonluk yıllık düz cam üretim kapasitesi ve sektördeki güçlü konumuyla, TOKİ'nin 500 bin sosyal konut projesinden fayda sağlayabilecek en önemli şirket konumundadır. Proje kapsamında özellikle pencere, yalıtım camı, kaplamalı cam ve diğer mimari cam uygulamalarında Şişecam ürünlerine yönelik talebin artması beklenebilir.

Şişecam'ın TOKİ'nin 500 bin sosyal konut projesi kapsamında halihazırda açıklanmış doğrudan bir sözleşmesi bulunmasa da şirketin mimari cam segmentindeki ölçeği, üretim kapasitesi ve ürün çeşitliliği göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu projede önemli tedarikçiler arasında yer alma olasılığı yüksek görünmektedir.

Proje kapsamında ilk teslimlerin Mart 2027 itibarıyla başlayacak olması, Şişecam üzerindeki etkinin kısa ve orta vadede ağırlıklı olarak beklenti ve tema bazlı olumlu fiyatlanmasına neden olabilir. Uzun vadede ise projenin reel faaliyetlere dönüşmesiyle birlikte mimari cam talebindeki artışın satış hacmi, kapasite kullanımı ve marjlar üzerinde daha somut bir katkı yaratması beklenebileceğinden, Şişecam'ın bu süreçten çok daha belirgin şekilde olumlu etkilenmesi olası görünmektedir.

Paşabahçe Gayrimenkul Satışı

Şişecam, Paşabahçe Gayrimenkullerinin Satış Detayları

Satışa Konu Arsa Adresi:	Beykoz/İncirköy, İstanbul
Arsa Büyüklüğü:	117 dönüm
Satış Bedeli:	171,5 milyon dolar
Alıcı Taraf:	Çelikler Taahhüt İnşaat ve Sanayi A.Ş.

Satış işlemi kapsamında tapu ve devir işlemleri için gerekli vergi, resim ve harçlar alıcı ve satıcı tarafından eşit şekilde karşılandı.

Kaynak: Kamu Aydınlatma Platformu

İşlem bedelinin şirket değerine oranı %3,1, son açıklanan yıllık hasılatına oranı %3,3 ve toplam aktiflere oranı %1,5 seviyesindedir. Satılan varlığın kayıtlı değerinin aktif toplamına oranı ise %1,9'dur.

İlgili satışa konu olan arsa, aktif üretim hattı ya da şirketin çekirdek faaliyetlerine hizmet eden çalışan işletme varlıkları değil, uzun süredir operasyon dışında kalan taşınmazlardır. Şirket yönetimi de 2025 yıl sonu telekonferansında yatırım amaçlı olarak sınıflandırılan gayrimenkulleri "daha önce üretim faaliyetlerimizi sürdürdüğümüz ancak şu anda aktif olmayan varlıklar" olarak tanımlamış ve bu varlıkların satışını borçluluğu azaltmak için değerlendirdiklerini söylemiştir. Bu nedenle satış operasyonel kapasite kaybı yaratmamaktadır.

Şirket yönetimi, 2025 Yıl Sonu telekonferansında temel önceliklerinden birinin finansal borç seviyesini azaltmak olduğunu, bunu da iki yolla yapmayı planladığını ifade etti. Yeni yatırımlardan gelecek FAVÖK katkısı ve portföydeki kullanımda olmayan varlıkların satışı.

Aynı konuşmada yatırım amaçlı gayrimenkul portföyünün toplam ekspertiz değerinin yaklaşık 500 milyon doları seviyesinde olduğu, 2025'te bunun yaklaşık 50 milyon dolarlık kısmının nakde çevrildiği ve stratejinin sürdürüleceği belirtildi. Ancak yönetim ayrıca 500 milyon doların bir satış hedefi değil, portföyün toplam ekspertiz değeri olduğunu, fiili realizasyonun piyasa koşullarına ve tekliflere bağlı olduğunu da vurguladı.

Şişecam'ın yatırım amaçlı gayrimenkuller portföyünde yer alan Beykoz/İncirköy'deki Paşabahçe arsalarını satma kararı, şirket yönetiminin açık şekilde vurguladığı "atıl varlıkları nakde çevirip borçluluğu azaltma" stratejisiyle uyumludur. İlgili gayrimenkullerin satışı ileriki dönemlerde şirketin borçluluğunu azaltmada faydalı olacaktır.

İlgili satışın büyüklüğü 2025 sonu net borcun yaklaşık %6,1'ine ve 2025 yatırım harcamalarının yaklaşık %20,6'sına denk geliyor.

Bulgaristan ve İtalya'daki yeni kaplamalı cam hatlarının devreye alınması

Başlık	Detay
Yatırım Konusu	Yeni kaplamalı cam hatlarının devreye alınması
Lokasyon	Bulgaristan ve İtalya
Odak Pazar	Avrupa pazarı
Stratejik Amaç	Katma değerli ürün kapasitesini artırmak ve fiyatlama gücünü desteklemek
Etkilenen Segment	Mimari Cam segmenti

Şişecam, 2026 itibarıyla Bulgaristan ve İtalya'daki yeni kaplamalı cam hatlarını devreye almıştır. Söz konusu yatırımlar, Avrupa pazarına yönelik ilave kapasite yaratırken, enerji verimliliğini destekleyen daha yüksek katma değerli cam çözümlerine yönelik talebe de yanıt vermektedir. Bu çerçevede yeni hatlar, yalnızca kapasite artışı sağlayan bir yatırım değil aynı zamanda Mimari Cam segmentinde katma değerli ürünlerin payını artıran stratejik bir adım olarak değerlendirilebilir. Avrupa'da kaplamalı cam talebinin destekleyici seyri ve Mimari Cam segmentinin şirket FAVÖK'ündeki yüksek payı dikkate alındığında, yeni hatların orta vadede satış kalitesi, fiyatlama gücü ve marjlar üzerinde olumlu katkı yaratması beklenebilir.

Macaristan Cam Ambalaj Yatırımı

Başlık	Detay
Lokasyon	Macaristan
Kapasite Etkisi	Brüt kapasiteyi %6 artırarak 3,5 milyon tona çıkaracaktır.
Stratejik Amaç	Uluslararası büyüme
Etkilenen Segment	Cam Ambalaj

Şişecam, Macaristan'daki cam ambalaj yatırımında ilk fırını 2026 yılı ilk çeyreği itibarıyla test üretimlerine başlanması hedefiyle ateşlemiştir. İlgili, yatırım Cam Ambalaj iş kolunun brüt kapasitesini yıllık yaklaşık %6 artırarak 3,5 milyon tona çıkaracaktır. Avrupa pazarına coğrafi yakınlık, genişleyen müşteri tabanı ve lojistik avantaj birlikte değerlendirildiğinde, Macaristan yatırımının Cam Ambalaj segmenti açısından hem büyüme hem de operasyonel verimlilik tarafında önemli katkı sağlaması beklenebilir.

JEOPOLİTİK RİSKLER VE TİCARET DİNAMİKLERİ

Şişecam'ın faaliyet gösterdiği coğrafyaların genişliği ve ürün portföyünün çok segmentli yapısı, küresel ticaret rotaları ile jeopolitik gelişmeleri şirket açısından yakından izlenmesi gereken bir başlık haline getirmektedir. Bu kapsamda, gelişmelerin şirketi yalnızca talep tarafında değil hammadde tedariki, navlun maliyetleri, enerji fiyatları ve rekabet dengeleri üzerinden de çok boyutlu biçimde etkileyebileceği değerlendirilmektedir.

Jeopolitik ve Ticaret Başlıklarının Şişecam'a Etkisi		
Başlık	Olası Etki Mekanizması	Öne Çıkan Segment / Alan
Trans-Hazar Orta Koridor	Türkiye merkezli üretim ve ihracat ağının stratejik önemini artırabilir	Mimari Cam, Cam Ambalaj
Kızıldeniz / Süveyş Gerilimleri	Navlun ve hammadde maliyetlerini artırırken, Asya kaynaklı rekabeti kısmen geciktirebilir	Kimyasallar, genel tedarik zinciri
Hürmüz Boğazı ve enerji fiyatları	Doğal gaz ve enerji maliyetlerinde oynaklık yaratabilir	Grup geneli, özellikle enerji yoğun cam üretimi
ABD tarife politikası	Wyoming doğal soda külü operasyonunun rekabet avantajını artırabilir, küresel büyüme zayıflarsa talep baskılanabilir	Kimyasallar, Avrupa ve gelişmekte olan pazar gelirleri
Rusya-Ukrayna Savaşı	Rusya'daki varlıklar üzerinde yaptırım ve talep riski yaratmaya devam etmektedir	Mimari Cam, Endüstriyel Cam, Cam Ambalaj, Cam Ev Eşyası

Rusya-Ukrayna Savaşı sonrasında Çin-Avrupa hattında Kuzey Koridor'a alternatif olarak öne çıkan Trans-Hazar Orta Koridor, Türkiye'nin lojistik ve üretim merkezi rolünü güçlendiren bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Türkiye'nin bu güzergâhtaki doğal konumu, Şişecam'ın Türkiye merkezli üretim ve depolama altyapısına dolaylı destek sağlarken, özellikle Mimari Cam ve Cam Ambalaj segmentlerinde ihracat hacmi açısından orta vadeli bir avantaj yaratma potansiyeli taşımaktadır.

Kızıldeniz ve Süveyş Kanalı çevresindeki gerilimler ise Şişecam açısından çift yönlü etki yaratmaktadır. Bir taraftan navlun maliyetleri ve transit sürelerdeki artış, uzak kaynaklı hammadde tedariki üzerinde maliyet baskısı oluşturabilmektedir. Diğer taraftan, düşük maliyetli Asya menşeli cam ve kimyasal ürünlerin Avrupa pazarına ulaşımını geciktirmesi, fiyat baskısını sınırlayarak özellikle Kimyasallar segmenti için marjinal ölçüde olumlu bir denge unsuru yaratabilmektedir. Bu nedenle söz konusu gelişme, kısa vadede maliyet baskısı doğururken rekabet dinamikleri üzerinden kısmi dengeleyici etki de üretebilmektedir.

Hürmüz Boğazı çevresindeki jeopolitik riskler, cam üretiminin enerji yoğun yapısı nedeniyle Şişecam açısından özellikle üretim maliyeti kanalından önem taşımaktadır. Doğal gaz ve petrol fiyatlarındaki oynaklık doğrudan maliyet tabanını etkileyebildiğinden, bu başlık hacim tarafında ani bir bozulmadan çok, maliyet görünümü ve enerji planlamasında çeşitlendirme ihtiyacı açısından takip edilmelidir. Şişecam'ın Enerji segmenti üzerinden yürüttüğü elektrik ve doğal gaz yönetimi bu oynaklığa karşı kısmi bir tampon sağlasa da, küresel enerji fiyatlarındaki sert hareketler sektör genelinde marj baskısı yaratmaya devam etmektedir.

ABD'nin 2025 yılında devreye aldığı tarife politikaları da Şişecam açısından iki yönlü okunmalıdır. İlk olarak, ABD pazarına soda külü ihraç eden Asya merkezli rakip üreticilerin tarifelerle karşılaşması, Şişecam'ın Wyoming merkezli doğal soda külü operasyonunun rekabet gücünü arttıracak bir unsur olarak öne çıkmaktadır. Buna karşın, küresel ticaret gerilimlerinin büyüme görünümünü zayıflatması halinde cam talebinde bozulma yaşanması, Avrupa ve gelişmekte olan pazarlardaki satış görünümünü olumsuz etkileyebilir. Dolayısıyla bu başlık, Kimyasallar segmenti için görece fırsat yaratırken grup geneli için makro talep riski doğurmaktadır.

Rusya'daki üretim varlıkları ise Şişecam için yapısal bir jeopolitik risk unsuru olmaya devam etmektedir. Şirketin Rusya'da mimari cam, otomotiv camı, cam ambalaj ve cam ev eşyası tarafında faaliyet gösteren varlıkları yerel piyasa zayıflığı nedeniyle baskı altındadır. Özellikle Rusya otomotiv pazarındaki daralma ve BDT bölgesindeki zayıf tüketici güveni, Endüstriyel Cam ve Cam Ev Eşyası segmentleri üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Buna karşın Şişecam'ın Avrupa odaklı büyüme stratejisi ve katma değerli ürün yatırımları, Rusya'da yerleşik faaliyetlerin toplam gelirler içerisinde ki payının zaman içerisinde daha da azalmasıyla sonuçlanabilir.

Rekabet Konumu

Şişecam'ın rekabet konumu, cam sektörünün yüksek giriş engelleri, sermaye yoğun yapısı ve uzun yatırım döngüleri çerçevesinde değerlendirilmelidir. Büyük ölçekli fırın yatırımları, geniş coğrafyada etkin kapasite kullanımı ve dikey entegrasyon, sektörde güçlü konumlanmanın temel belirleyicileri olmaya devam etmektedir. Şişecam, bu alanların tamamında güçlü bir profile sahip olmakla birlikte küresel benzerlerine kıyasla değerlendirme ve marj açısından halen kapanma potansiyeli taşıyan bir iskontoyla işlem gören bir oyuncu görünümündedir.

Küresel ölçekte şirket; mimari cam tarafında AGC, Central Glass, Pilkington/NSG Group, Saint-Gobain ve Xinyi Glass gibi büyük oyuncularla, kimyasallar tarafında ise Ciner Resources ve Asya merkezli sentetik soda külü üreticileriyle aynı rekabet alanında yer almaktadır. Bu şirketlerin büyük kısmı daha yüksek piyasa değerine ve daha geniş global ölçeğe sahip olmakla birlikte, Şişecam'ı farklılaştıran unsur, tek bir ürün grubuna bağlı olmayan çok segmentli yapı, farklı coğrafyalara yayılmış üretim ağı ve hem sentetik hem doğal soda külü üretim kapasitesine sahip olmasıdır. Paşabahçe markasının küresel bilinirliği de bu konumlanmayı destekleyen ek bir unsur niteliğindedir.

Rekabet Konumunu Destekleyen Unsurlar	
Ölçek ve kapasite liderliği	Mimari Cam'da 4,6 milyon ton, Cam Ambalaj'da 3,3 milyon ton yıllık brüt kapasite önemli bir maliyet ve hacim avantajı sağlamaktadır.
Dikey entegrasyon	Soda külünü Türkiye'de ve Avrupa'da sentetik, ABD'de ise doğal kaynaklar ile üretmesi, girdi maliyetleri ve tedarik güvenliği açısından avantaj yaratmaktadır.
Katma değerli ürünlere geçiş	Kaplamalı cam, enerji camı ve fotovoltaik cam yatırımları marj ve fiyatlama gücünü desteklemektedir.
Coğrafi çeşitlenme	Tek bir pazar ya da para birimine bağımlılığı azaltarak dayanıklılığı artırmaktadır.
Marka gücü	Paşabahçe markası, cam ev eşyasında premium konumlanma ve müşteri bağlılığı sağlamaktadır.
Teknoloji ve Ar-Ge	Patent üretimi, sürdürülebilirlik odaklı Ar-Ge ve uluslararası proje katılımları şirketin teknolojik yetkinliğini desteklemektedir.

Rekabet avantajlarının merkezinde ölçek ve dikey entegrasyon yer almaktadır. Mimari Cam ve Cam Ambalaj segmentlerindeki yüksek kapasite, müşterilere hacim güvencesi sağlarken sabit maliyetlerin daha verimli dağılmasına imkan tanımaktadır. Buna ek olarak soda külünü hem sentetik hem doğal yöntemle üretebilmesi, enerji yoğun bir sektörde girdi maliyetlerini daha iyi yönetebilmesini sağlamaktadır. Kendi enerji üretim ve yönetim altyapısı da bu avantajı tamamlayan bir unsur olarak öne çıkmaktadır.

Şirketin katma değerli ürünlere geçiş kapasitesi de rekabet konumunu güçlendiren önemli bir başlıktır. Bulgaristan ve İtalya'daki yeni kaplamalı cam hatları ile Tarsus'taki güneş enerjisi camı altyapısı, Şişecam'ın standart ürünlerden daha yüksek marjlı alanlara yönelme kabiliyetini göstermektedir. Bu alanlarda müşteri bağlılığının daha yüksek, fiyat rekabetinin ise daha sınırlı olması orta vadede marjların iyileşmesi açısından önemli görülmektedir.

Paşabahçe markası ve şirketin Ar-Ge kabiliyeti de rekabet konumuna katkı sunmaktadır. Cam Ev Eşyası segmenti 2025 yılında zayıf performans göstermiş olsa da, markanın 163 ülkedeki bilinirliği grubun uluslararası konumlanmasını desteklemektedir. Öte yandan Bilim, Teknoloji ve Tasarım Merkezi bünyesinde yapılan patent başvuruları, patent tescilleri ve Ar-Ge harcamalarının büyük kısmının sürdürülebilirlik odaklı projelere yönlendirilmesi şirketin ürün karmasını geleceğin regülasyon ve talep yapısına uyarlama kapasitesine işaret etmektedir.

Şişecam SWOT Analizi

Güçlü Yönler	Zayıf Yönler
<p>Çok segmentli ve coğrafi olarak çeşitlendirilmiş yapı: Mimari cam, cam ambalaj, kimyasallar, endüstriyel cam, cam ev eşyası ve enerji segmentlerinden oluşan yapı, tek bir iş koluna bağımlılığı azaltmaktadır. Uluslararası satışların toplam gelirin %59'unu oluşturması da bu çeşitliliği güçlendirmektedir.</p>	<p>Yüksek borçluluk ve sınırlı finansal esneklik: 2025 yıl sonu itibarıyla 2,8 milyar ABD doları net borç ve 5,0x net kaldıraç seviyesi, şirketin finansal manevra alanını sınırlamaktadır.</p>
<p>Dikey entegrasyon ve hammadde güvencesi: Soda külünü hem Türkiye'de sentetik hem de ABD Wyoming'de doğal yöntemle üretmesi, girdi maliyetleri ve tedarik güvenliği açısından önemli avantaj sağlamaktadır.</p>	<p>Serbest nakit akışı üretimindeki gecikme: Büyük ölçekli yatırımların tam katkısının gecikmesi nedeniyle 2025-2026 döneminde serbest nakit akışı görünümü baskılı seyretmektedir.</p>
<p>Ölçek ve kapasite avantajı: Mimari Cam'da 4,6 milyon ton, Cam Ambalaj'da 3,3 milyon ton yıllık brüt kapasite, şirkete önemli bir ölçek ekonomisi ve giriş engeli avantajı sunmaktadır. Kapasite olarak soda külünde dünyada 4. cam ev eşyası segmentinde ise 1. büyüklüktedir.</p>	<p>Cam Ev Eşyası segmentindeki zayıflık: Paşabahçe markasının gücüne rağmen segment 2025 yılında negatif %3 FAVÖK marjı ile kapanmıştır.</p>
<p>Katma değerli ürünlere geçiş kapasitesi: Kaplamalı cam, ısıcam, enerji camı ve fotovoltaik cam gibi daha yüksek marjlı ürünlere yönelik yatırımlar, orta vadeli marj potansiyelini desteklemektedir.</p>	<p>TMS-29 kaynaklı raporlama karmaşıklığı: Enflasyon muhasebesi uygulaması, raporlanan kârlılık ile operasyonel performans arasındaki farkın anlaşılmasını güçleştirmektedir.</p>
<p>Köklü kurumsal yapı ve marka gücü: 1936'dan bu yana faaliyet gösteren şirketin güçlü kurumsal geçmişi ve Paşabahçe markasının 150 den fazla ülkedeki bilinirliği önemli bir rekabet avantajıdır.</p>	<p>Rusya maruziyeti: Rusya'daki varlıklar ve BDT pazarına bağlı operasyonlar jeopolitik ve talep taraflı risk taşımaya devam etmektedir.</p>
<p>Operasyonel verimlilik disiplini: 2025 yılında uygulanan verimlilik programı ile FAVÖK marjında anlamlı toparlanma sağlanmıştır.</p>	<p>Sermaye yoğun iş modeli: Yüksek yatırım ihtiyacı ve planlı soğuk tamir döngüleri nakit akışı üzerinde dönemsel baskı yaratabilmektedir.</p>
Fırsatlar	Tehditler
<p>Enerji verimliliği düzenlemeleri: Avrupa'daki regülasyonlar ve Türkiye'deki TS825 standardı, kaplamalı cam ve yüksek performanslı ısıcam talebini yapısal olarak desteklemektedir.</p>	<p>Küresel soda külü arz fazlası: Özellikle Çin kaynaklı sentetik soda külü kapasite artışları, Kimyasallar segmentinin fiyatlama gücünü baskılamaktadır.</p>
<p>Fotovoltaik cam ve yenilenebilir enerji yatırımları: Tarsus'taki enerji camı altyapısı, hızla büyüyen güneş enerjisi yatırımlarından pay alma potansiyeli sunmaktadır.</p>	<p>Enerji fiyatı oynaklığı: Doğal gaz ve elektrik maliyetlerindeki dalgalanmalar, enerji yoğun üretim yapısı nedeniyle marjlar üzerinde baskı yaratabilmektedir.</p>
<p>Türkiye inşaat ve kentsel dönüşüm ivmesi: Deprem bölgesi yeniden imarı, kentsel dönüşüm ve kamu destekli konut projeleri Mimari Cam için güçlü talep zemini oluşturmaktadır.</p>	<p>Avrupa otomotiv sektöründeki dönüşüm belirsizliği: Elektrikli araç geçişi ve yavaşlayan Avrupa talebi, Endüstriyel Cam tarafında sipariş görünümünü baskılayabilir.</p>
<p>Macaristan yatırımının katkısı: Avrupa pazarına yakın yeni cam ambalaj tesisi, teslimat süreleri ve lojistik maliyetler açısından avantaj sağlamaktadır.</p>	<p>Rusya ve BDT kaynaklı jeopolitik riskler: Yatırımlar, talep daralması ve operasyonel belirsizlikler ilgili coğrafyalardaki gelir görünümünü zayıflatır.</p>
<p>Varlık satışlarıyla borç azaltımı: Yatırım amaçlı gayrimenkul ve kıymetli metal portföyünün nakde çevrilmesi, kaldıraç oranının düşürülmesi açısından ek alan yaratmaktadır.</p>	<p>Döviz kuru ve enflasyon oynaklığı: TL maliyet yapısı ile döviz bazlı gelirler arasındaki dengesizlik, raporlanan marjları dalgalı hale getirebilmektedir.</p>
<p>Uzun vadede kimyasallarda toparlanma potansiyeli: Yenilenebilir enerji yatırımlarıyla artacak cam talebi, soda külü tarafında orta-uzun vadede destekleyici olabilir.</p>	<p>Düzenleyici ve hukuki riskler: Rekabet Kurulu cezası benzeri gelişmeler, nakit çıkışı ve kurumsal itibar açısından risk oluşturmaktadır.</p>

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI (İNA) ANALİZİ

Şişecam için gerçekleştirdiğimiz indirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda özetlenmektedir:

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden hazırlanmıştır.
- İNA analizi 2026-2030 dönemini kapsayan projeksiyonlar üzerinden oluşturulmuştur.
- Hisse risk primi %6 olarak baz alınmıştır.
- Beta katsayısı 1,05 seviyesinde kullanılmıştır.
- Kurumlar vergisi oranı projeksiyon dönemi boyunca %25 olarak varsayılmıştır.
- Uç büyüme oranı %9 olarak belirlenmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması

Risksiz Faiz Oranı: 2026-2030 dönemine ait projeksiyonla oluşturulan indirgenmiş nakit akım analizi için risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık devlet tahvili faizi baz alınmıştır. 5 yıllık devlet tahvilinin 10.04.2026 tarihindeki faiz oranı %36,55 olmuştur. Gerek Enflasyon Raporu gerekse Orta Vadeli Program'da ortaya koyulan ileri dönemdeki enflasyon projeksiyonlarında öngörülen kademeli düşüş beklentilerine paralel olarak risksiz faiz oranında da kademeli düşüş olacağı öngörülmüştür. Bu bağlamda 2026 yılında %32 olarak belirlenen risksiz faiz oranı 2026 yılından 2030 yılına kadar her yıl için 3 puan düşürülmüş, 2030 yılı için de %20 olarak belirlenmiştir.

Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı projeksiyon dönemi için aşağıdaki gibi hesaplanmıştır

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Risksiz Faiz Oranı	32%	29%	26%	23%	20%
Beta Katsayısı	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Hisse Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özsermaye Maliyeti	38,31%	35,31%	32,31%	29,31%	26,31%
Özsermaye Ağırlığı	47,9%	47,9%	47,9%	47,9%	47,9%
Borç Ağırlığı	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%	52,1%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%
Borç Maliyeti	24,00%	21,75%	19,50%	17,25%	15,00%
AOSM	27,72%	25,40%	23,09%	20,77%	18,46%

İndirgenmiş Nakit Akımlarına Göre Değerleme Sonucu

TL (mn)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	281.108	344.919	419.422	505.403	606.484
<i>Yıllık Büyüme %</i>	25,20%	22,70%	21,60%	20,50%	20,00%
FAALİYET KARI (FVÖK)	23.894	31.733	40.348	51.046	59.981
<i>Net Satışlara Oranı</i>	8,50%	9,20%	9,62%	10,10%	9,89%
Vergi	-5.974	-7.933	-10.087	-12.761	-14.995
VSNFK (Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı)	17.920	23.800	30.261	38.285	44.986
Yatırım Harcamaları	21.926	22.075	23.068	22.743	24.259
Amortisman	15.461	17.246	20.971	30.324	36.389
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	66.060	82.436	102.758	121.297	136.459
<i>Net Satışlara Oranı</i>	23,50%	23,90%	24,50%	24,00%	22,50%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	13.164	16.375	20.323	18.538	15.162
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-1.709	2.596	7.841	27.328	41.954
Baz Yıl	1	2	3	4	5
İndirgeme Faktörü	0,78	0,64	0,54	0,47	0,43
SNA Bugünkü Değeri	-1.338	1.651	4.205	12.845	17.987

İNA Analizi Sonucu	TL (mn)
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	483.525
SNA'nın Bugünkü Değerleri Toplamı	35.349
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	207.303
Firma Değeri	242.651
+ Nakit	38.145
- Toplam Finansal Borç	63.169
Toplam Şirket Piyasa Değeri	217.627
Ödenmiş Sermaye	3.063
12 aylık hedef fiyat (TL)	71,05

İNA analizine göre Şişecam piyasa değeri **217.6 milyar TL** olarak tespit edilmiştir.

Şişecam için 12 aylık hedef fiyatımızı **71,05 TL** olarak belirliyoruz. Bu değer, 10 Nisan 2026 kapanış fiyatı olan 47,44 TL'ye göre %49,76 getiri potansiyeline işaret etmektedir. Bu kapsamda uzun vadeli tavsiyemizi **"AL"** olarak belirlerken, Şişecam'ı da araştırma kapsamımıza dahil ediyoruz.

Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket, 2026T göre 10,34 F/K ve 6,76 FD/FAVÖK çarpanlarıyla, 2027T göre 8,43 F/K ve 5,32 FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmektedir.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, güncel piyasa verilerine ait Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) oranları tercih edilmiştir. FD/FAVÖK ve F/K için 25 ve üzerindeki değerler hesaplama dışında bırakılmıştır.

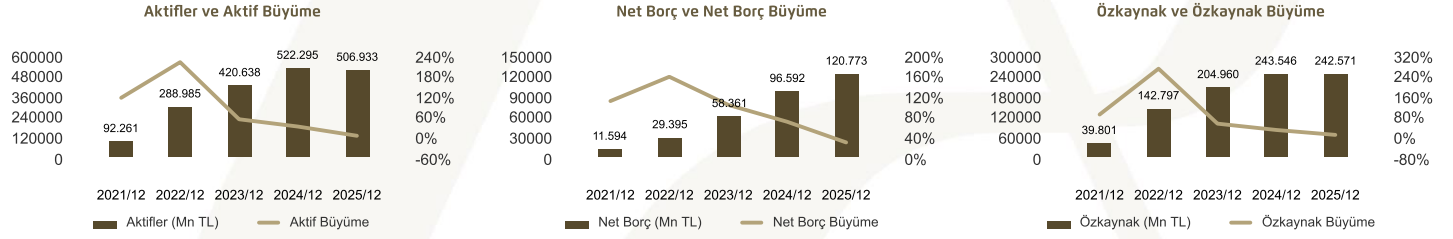
Kodu	Şirket	Piyasa Değeri	F/K		FD/FAVÖK	
			2026T	2027T	2026T	2027T
		USDm	x	x	x	x
SISE TI	Türkiye Sise ve Cam Fabrikalar	3062,70	10,34	8,43	6,76	5,32
SGO FP	Cie de Saint-Gobain SA	44078,84	11,86	10,86	6,68	6,35
868 HK	Xinyi Glass Holdings Ltd	5756,01	11,93	12,35	8,82	8,32
1802 TT	Taiwan Glass Industry Corp	5274,75	6,74	6,74	11,46	10,99
5201 JP	AGC Inc	7954,99	15,18	12,66	6,01	5,63
600586 CH	Shandong Jinjing Science & Tec	1091,57	19,48	15,47	6,30	5,55
FBU NZ	Fletcher Building Ltd	1871,18	20,99	14,61	8,04	7,26
VRLA FP	Verallia SA	2712,97	13,34	10,25	5,96	5,45
601636 CH	Zhuzhou Kibing Group Co Ltd	2516,88	14,94	11,44	8,79	7,38
4005 JP	Sumitomo Chemical Co Ltd	5523,26	12,15	11,50	6,68	6,70
4063 JP	Shin-Etsu Chemical Co Ltd	81708,00	22,33	19,90	11,72	10,73
4044 JP	Central Glass Co Ltd	694,61	13,90	11,50	6,51	5,56
	Benzerlerin Ortalaması		14,80	12,48	7,91	7,26
	Benzerlerine Göre İskonto		-43,18%	-48,11%	-16,95%	-36,53%

Kaynak: Bloomberg

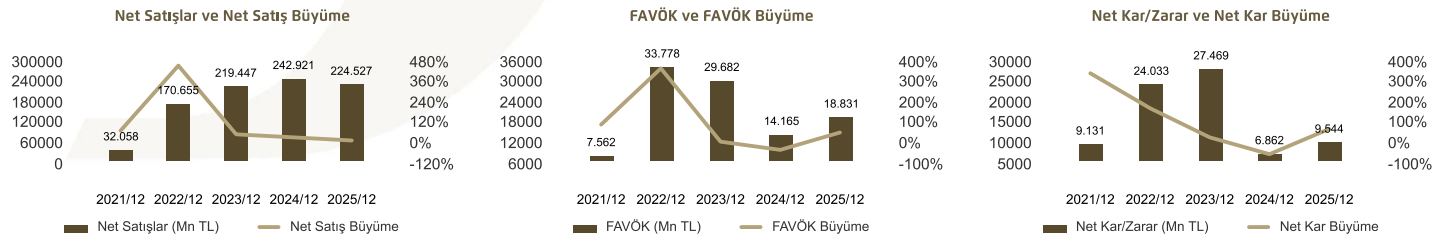
Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki yurtdışı benzer şirketler dikkate alınarak piyasa çarpanlarına dayalı karşılaştırmalı analizler de yapılmıştır. Söz konusu analizler, Şişecam'ın mevcut piyasa değerinin sektörel konumlanmasını değerlendirmek ve değerlendirme sonuçlarını destekleyici bir referans çerçevesi sunmak amacıyla kullanılmıştır.

Ancak, sektörler arası farklılıklar, coğrafi dağılım ve iş kolları bazında çeşitlilik gibi unsurlar dikkate alındığında, hedef fiyat belirlenmesinde yöntem olarak **İNA analizi esas alınmıştır**.

Aktifler (Mn TL)	2025/06	2025/09	2024/12	2025/12	Değ.	Dikey
Dönen Varlıklar	132.547	141.093	175.668	141.494	-19%	28%
Nakit ve Benzerleri	38.735	42.353	70.235	38.145	-46%	8%
Ticari Alacaklar	34.554	34.693	34.158	39.981	17%	8%
Stoklar	48.623	50.525	55.597	50.718	-9%	10%
Duran Varlıklar	322.281	338.399	346.627	365.439	5%	72%
Finansal Yatırımlar	1.861	58	2.220	60	-97%	0%
Maddi Duran Varlıklar	213.968	227.315	227.921	244.043	7%	48%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	57.863	60.204	63.883	63.713	0%	13%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	454.828	479.492	522.295	506.933	-3%	100%
Pasifler (Mn TL)	2025/06	2025/09	2024/12	2025/12	Değ.	Dikey
Kısa Vadeli Yükümlülükler	110.423	113.123	104.153	112.306	8%	22%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	44.775	15.132	16.278	20.678	27%	4%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	27.849	55.019	27.608	42.492	54%	8%
Ticari Borçlar	23.777	24.031	31.793	31.969	1%	6%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	101.911	110.547	145.742	125.367	-14%	25%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	81.095	88.925	127.269	98.754	-22%	19%
Toplam Yükümlülükler	212.334	223.670	249.895	237.673	-5%	47%
Toplam Özkaynaklar	217.093	229.735	243.546	242.571	0%	48%
Ödenmiş Sermaye	3.063	3.063	3.063	3.063	0%	1%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	174.972	189.031	192.264	197.269	3%	39%
Net Dönem Karı veya Zararı	4.079	5.657	6.862	9.544	39%	2%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	454.828	479.492	522.295	506.933	-3%	100%



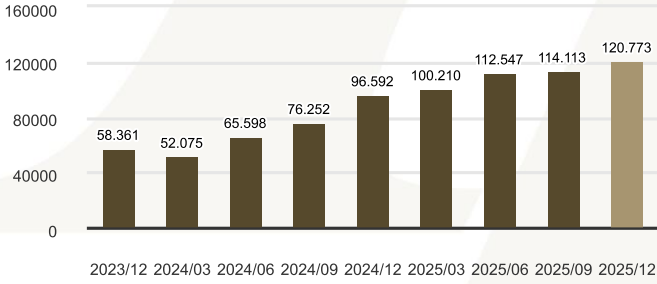
Gelir Tablosu (Mn TL)	2025/06	2025/09	2024/12	2025/12	Değ.	Dikey
Net Satışlar	100.776	162.278	242.921	224.527	-8%	100%
Satışların Maliyeti	73.884	117.175	187.914	162.543	-14%	72%
Brüt Kar (Zarar)	26.891	45.102	55.007	61.984	13%	28%
Faaliyet Giderleri	26.599	42.496	60.595	60.543	0%	27%
Genel Yönetim Giderleri	9.074	14.895	20.027	21.185	6%	9%
Pazarlama Giderleri	16.915	26.436	39.174	37.672	-4%	17%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	611	1.165	1.394	1.686	21%	1%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	292	2.606	-5.588	1.441	-	1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.164	11.674	13.599	15.272	12%	7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	5.451	10.330	11.418	12.666	11%	6%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	3.005	3.950	-3.407	4.046	-	2%
FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar)	8.135	15.237	14.165	18.831	33%	8%
Finansman Gelirleri	15.585	19.656	24.331	27.030	11%	12%
Finansman Giderleri	26.724	35.614	39.304	44.937	14%	20%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	5.471	8.917	4.224	12.092	186%	5%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	3.981	5.743	6.574	9.878	50%	4%



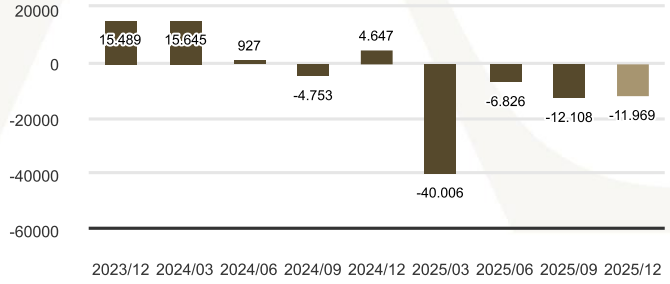
Kaynak: Finnet

Finansal Oranlar	2025/06	2025/09	2024/12	2025/12
Likidite Oranları				
Nakit Oran	37,3	39,7	71,6	36,6
Cari Oran	1,2	1,2	1,7	1,3
Faaliyet Oranları				
Stok Devir Süresi (Gün)	101,9	110,8	84,2	109,7
Alacak Devir Süresi (Gün)	55,2	55,9	50,0	58,1
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	43,2	46,9	54,6	71,6
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	113,8	119,8	79,6	96,1
Finansal Yapı Oranları				
Dönen Varlıklar / Aktifler	29,1	29,4	33,6	27,9
Duran Varlıklar / Aktifler	70,9	70,6	66,4	72,1
Toplam Borç / Aktifler	46,7	46,6	47,8	46,9
Toplam Borç / Özsermaye	97,8	97,4	102,6	98,0
Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)	-6.825,5	-12.107,6	4.646,7	-11.968,8
Yabancı Para Net Pozisyonu / FAVÖK	-45,5	-68,1	32,8	-63,6
Net Borç (Milyon TL)	112.547,2	114.112,6	96.592,2	120.773,2
Net Borç / FAVÖK (Yıllık)	7,5	6,4	6,8	6,4
İhracat Oranı (%)	41,6	39,6	37,4	39,0
Karlılık Oranları				
Aktif Karlılığı	1,0	1,3	1,4	1,9
Aktif Karlılığı (Yıllık)	1,0	1,0	1,4	1,9
Özsermaye Karlılığı	2,1	2,8	2,9	4,1
Özsermaye Karlılığı (Yıllık)	2,1	2,0	2,9	4,1
Esas Faaliyet Kar Marjı	0,3	1,6	-2,3	0,6
Esas Faaliyet Kar Marjı (Yıllık)	-1,2	-0,1	-2,3	0,6
FAVÖK Marjı	8,1	9,4	5,8	8,4
FAVÖK Marjı (Yıllık)	6,6	8,0	5,8	8,4
Net Kar Marjı	4,0	3,5	2,7	4,4
Net Kar Marjı (Yıllık)	1,8	1,9	2,7	4,4

Net Borç (Mn TL)



Yabancı Para Net Pozisyonu (Mn TL)



Değerleme Oranları

Karlılık Oranları

	Değerleme Oranları						Karlılık Oranları								
	Piyasa Değeri (Mn TL)	Defter Değeri (TL)	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Net Satış	Esas Faaliyet Kar Marjı	FAVÖK Marjı	Net Kar Marjı	Özser. Karlılığı	Aktif Karlılık	FAVÖK Yıllık (Mn TL)	FAVÖK Çeyrek (Mn TL)	Net Kar Yıllık (Mn TL)	Net Kar Çeyrek (Mn TL)
SISE	142.194,40	87,90	0,59	14,40	13,96	1,17	1%	8%	4%	4%	2%	18.831	3.594	9.878	4.135
CGCAM	6.064,80	27,49	1,31	13,31	10,73	2,30	17%	21%	19%	10%	8%	527	169	455	294
Cam Ort.			1,71	21,05	9,80	1,02	6%	10%	5%	9%	2%	-	-	-	-
XU100			1,44	16,05	9,30	1,18	5,8%	10,1%	5,0%	9,8%	-	-	-	-	-

Kaynak: Finnet

Ahlatcı Yatırım Araştırma Departmanı Tarafından Hazırlanmıştır.

Bizi seçtiğiniz için teşekkürler.

GENEL MÜDÜRLÜK

İstanbul Genel Müdürlük Merkez Ofis
Yamanevler Mahallesi Ahmet Tevfik İleri Caddesi
No:22-26 İç Kapı No:49 Ümraniye / İstanbul

ŞUBELERİMİZ

İstanbul Sarıyer Şube
Sarıyer Mahallesi Meserburnu Caddesi No: 25 Sarıyer / İSTANBUL
Çorum Şube
Gülábibey Mahallesi, Eğridere Sokak No:17 Merkez / ÇORUM

İRTİBAT BÜROLARIMIZ

Ankara İrtibat Bürosu

Söğütözü Caddesi No:2 Koç Kuleleri B Blok No:16 Söğütözü Çankaya/
ANKARA

Denizli İrtibat Bürosu

Gazi Mustafa Kemal Bulvarı Bina No: 53 Kat:4 Bağımsız Bölüm
Pamukkale/DENİZLİ

Isparta İrtibat Bürosu

Çelebiler Mahallesi, Cadde 112, No:7, İç Kapı No: 11, 32000 Merkez/
İSPARTA

İstanbul Bağdat Caddesi İrtibat Bürosu

Feneryolu Mahallesi Gazi Muhtar Paşa Sk. No:59 Feneryolu Sitesi
D:204 K:2 Kadıköy/İstanbul

İstanbul Göktürk İrtibat Bürosu

Göktürk Merkez Mah. İstanbul Cad. Telekom Sk. No:2 İç Kapı No: 36
34077 Eyüpsultan/İSTANBUL

İstanbul Maslak İrtibat Bürosu

Maslak Mahallesi, Taşyoncası Sokak T4a Blok
Kat: -1 NO: 256 Maslak 34485 Sarıyer / İSTANBUL

İzmir İrtibat Bürosu

Mansuroğlu Mah. 1593/1 Sok. Lider Centrio C Blok No:6 K2:D17
Bayraklı/İZMİR

Gaziantep İrtibat Bürosu

Batıkent Mah. Kürşat Tüzmen Bulvarı 9075 Sok. Trio Terrace Kat : 1 B
Blok NO:31 Şehitkamil/GAZİANTEP

Konya İrtibat Bürosu

Musella Bağları Mah. Kule Cad. Kule Plaza İş Merkezi K:13 N:2/18
Selçuklu/KONYA

Mersis No: 0010056453000026

Sermaye Piyasası Kurulunun "Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri İle Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar" Hakkında Tebliği Uyarınca Yayınlanması Zorunlu Olan

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeler 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.