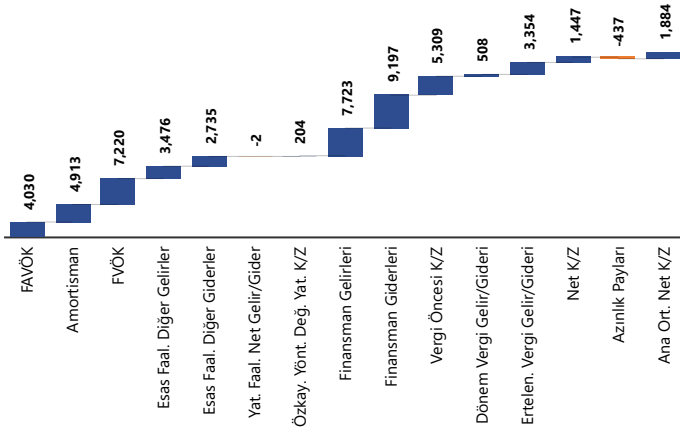


FAVÖK' ten Net Kara Gelişim (Mn TL) - Son Çeyrek


Şişecam 1Ç26 sonuçları piyasa beklentilerinin üzerinde geldi. Hasılat 57.5 mrl TL ile konsensusun (58.3 mrl) yüzde 1.4 altında kalsa da yıllık reel bazda yüzde 3.4 daralma görüldü. FAVÖK tarafında ise olumlu sürpriz var. 1Ç26 FAVÖK'ü 4.03 mrl TL düzeyinde gerçekleşti, beklenti olan 3.32 mrl TL'nin yüzde 21 üzerinde. Geçen yılın 1Ç25 döneminde açıklanan 3.52 mrl seviyesine göre yıllık reel bazda yüzde 14 artış söz konusu. FAVÖK marjı yüzde 5.9 seviyesinden yüzde 7.0 seviyesine yükseldi. Net kar tarafında ana ortaklık payı 1.88 mrl TL ile konsensusun (1.16 mrl) yüzde 62 üzerinde, en yüksek tahminin de aşıldığı bir performans. Sürprizin önemli bölümü 9.65 mrl TL parasal pozisyon kazancından kaynaklanıyor, yani enflasyon muhasebesi katkısı belirleyici. Brüt marj yüzde 23.7 seviyesinden yüzde 27.7 seviyesine yükseldi, 400 baz puanlık iyileşme var. Doğalgaz ve soda ash maliyetlerindeki normalleşme etkili oldu. Coğrafi tarafta Amerika satışları yüzde 24 daraldı, Türkiye yatay seyretti, Rusya-Ukrayna-Gürcistan bölgesi yüzde 6.6 büyüdü. Segment bazında Mimari Camlar ve Cam Ambalaj yüzde 5 reel büyüme yakalarken Cam Ev Eşyası ve Kimyasallar baskı altında kaldı.

Bilanço tarafında net finansal borç 123.6 mrl TL düzeyinde, hafif artış var. Net Borç FAVÖK oranı 5.0x civarında, sektörel olarak yüksek ancak yönetilebilir bir seviyede. Borcun yüzde 57'si dolar, yüzde 31'i euro. Ancak ciroda yurt dışı pay yüzde 44 ve net yatırım hedje muhasebesi uygulanıyor, döviz kurlanlığı görünenden sınırlı. Ocak 2026'da ihraç edilen 500 mn USD nominal 2033 vadeli yüzde 8.375 kuponlu Eurobond ile vade yapısı uzatıldı. İhraçta 1.7 mrl USD talep gelmesi uluslararası yatırımcı ilgisinin korunduğunu gösteriyor. Şubat'ta Mart 2026 vadeli eski tahvilin erken itfası tamamlandı. Likidite tarafında 47.1 mrl TL hazır kaynak mevcut, cari oran 1.68. Nakit akışı tarafında işletme faaliyetlerinden 1.42 mrl TL girişi var, tedarikçi ödemelerindeki hızlanma baskı yaptı. CAPEX 5.74 mrl TL ile yıllık yüzde 43 düşüş gösterdi, yatırım döngüsünün zirvesinin geride kaldığına işaret ediyor. Beykoz arazi satışından 7.51 mrl TL nakit girişi geldi, yatırım faaliyetlerinden net 3.08 mrl TL pozitif tarafa geçildi. Sürdürülebilir FCF tarafı hala negatif olsa da CAPEX düşüşü yıl geneline yayıldığına pozitif dönüş bekleniyor.

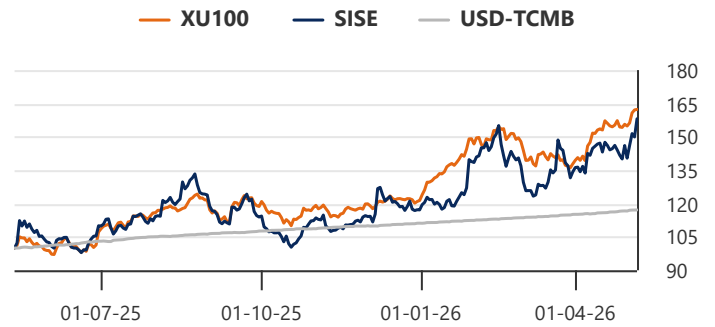
Şirket yönetimi 1Ç26 sonuçlarıyla birlikte yılın geri kalanına ilişkin değerlendirmesinde 2026'ya güçlü bir yatırım performansı ile başladığını vurguladı. Devreye alınan yatırımların orta-uzun vadede gelirleri destekleyeceğini paylaştı. Macaristan Kaposvár'daki ilk cam ambalaj tesisinin ilk firmı test üretimine alındı, Bulgaristan ve İtalya'daki iki yeni kaplamalı cam hattıyla Avrupa kaplama kapasitesi iki katına çıkarıldı, Tarsus TR9 hattı devreye alınarak yıllık 432 bin ton brüt üretim kapasitesi oluşturuldu. Kuzey İtalya düz cam fabrikasındaki soğuk tamir tamamlandı ve bu adımın FVÖK seviyesinde 25 mn Euro olumlu katkı sağladığı belirtildi. Yönetim disiplinli ve risk odaklı yaklaşımın korunacağını, karlılığı önceliklendirme ve katma değerli ürün portföyünü genişletme hedefini ön plana çıkardı. Sayısal bir guidance paylaşmadı, ancak nitel yönlendirmeler önümüzdeki çeyreklerde operasyonel toparlanmanın devam edeceğine işaret ediyor. Değerleme tarafında PD DD 0.63x ile defter değerinin oldukça altında işlem görüyor, krizler haricinde nadiren rastlanan bir seviye. DCF modelimizde WACC, normalize FAVÖK ve CAPEX'in azalan trendi baz alınarak 12 aylık hedef fiyatımızı 64 TL olarak belirliyoruz.

Hedef Fiyat	Hisse Fiyatı	Getiri Potansiyeli	Öneri
64₺	51.80₺	%22	TUT

Hisse Bilgileri	
Sektör	Cam
BİST İşlem Pazarı	Yıldız Pazar
Dahil Olduğu Ulusal Endeksler	XU030
Ödenmiş Sermaye (Mn TL)	3,063
Özkaynaklar (Mn TL)	203,683
Piyasa Değeri (Mn TL)	158,674
Halka Açıklık Oranı (%)	49.0
Fiyat Kazanç	15.7
PD/DD	0.6

Ortaklık Yapısı	Pay (%)	Pay Tutarı (Mn TL)
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	52.6	1,611
DiĞER	38.1	1,167
EFES HOLDİNG A.Ş.	7.0	215

Fiyat & Performans		Haftalık	Aylık	Yıllık
Fiyat	En Düşük	45.84	45.54	31.94
	En Yüksek	52.60	52.60	52.60
	Ortalama	48.88	47.77	39.57
Getiri	SISE	8.2%	10.9%	58.1%
	BİST100 - Göreceli	3.8%	-0.3%	-2.6%

Son 1 Yılda 100 TL Ne Oldu?


Gelir Tablosu (Mn TL)	3A25	3A26	Değ.	4Ç25	1Ç26	Değ.
Net Satışlar	59,497	57,478	-3.4%	62,249	57,478	-3.4%
Brüt Kar	14,088	15,936	13.1%	16,882	15,936	13.1%
Esas Faaliyet Karı	-2,147	-884	-	-1,166	-884	-
FAVÖK	3,521	4,030	14.4%	3,594	4,030	14.4%
Net Kar/Zarar	1,641	1,884	14.8%	4,135	1,884	14.8%
Marjlar						
Brüt Kar Marjı	23.7%	27.7%	4.0 yp	27.1%	27.7%	0.6 yp
EFK Kar Marjı	-3.6%	-1.5%	2.1 yp	-1.9%	-1.5%	0.3 yp
FAVÖK Marjı	5.9%	7.0%	1.1 yp	5.8%	7.0%	1.2 yp
Net Kar Marjı	2.8%	3.3%	0.5 yp	6.6%	3.3%	-3.4 yp

Aktifler (Mn TL)	2024/03	Dikey	2025/03	Dikey	2025/12	Dikey	2026/03	Dikey	Değ.
Dönen Varlıklar	118,864	36.8%	125,140	29.8%	155,700	27.9%	158,546	29.5%	1.8%
Nakit ve Benzerleri	38,393	11.9%	36,126	8.6%	41,975	7.5%	42,441	7.9%	1.1%
Ticari Alacaklar	30,288	9.4%	33,624	8.0%	43,995	7.9%	44,942	8.3%	2.2%
Stoklar	36,181	11.2%	45,502	10.8%	55,810	10.0%	54,894	10.2%	-1.6%
Duran Varlıklar	204,233	63.2%	295,169	70.2%	402,129	72.1%	379,809	70.5%	-5.6%
Finansal Yatırımlar	1,149	0.4%	1,860	0.4%	66	0.0%	0	0.0%	-99.9%
Maddi Duran Varlıklar	133,108	41.2%	197,794	47.1%	268,545	48.1%	262,756	48.8%	-2.2%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	38,894	12.0%	52,077	12.4%	70,109	12.6%	65,973	12.3%	-5.9%
Toplam Varlıklar (Aktifler)	323,097	100.0%	420,309	100.0%	557,829	100.0%	538,355	100.0%	-3.5%

Pasifler (Mn TL)	2024/03	Dikey	2025/03	Dikey	2025/12	Dikey	2026/03	Dikey	Değ.
Kısa Vadeli Yükümlülükler	70,774	21.9%	92,548	22.0%	123,582	22.2%	94,347	17.5%	-23.7%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	28,469	8.8%	16,430	3.9%	22,754	4.1%	21,980	4.1%	-3.4%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	10,525	3.3%	38,121	9.1%	46,758	8.4%	20,453	3.8%	-56.3%
Ticari Borçlar	16,531	5.1%	20,839	5.0%	35,178	6.3%	27,204	5.1%	-22.7%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	68,949	21.3%	99,918	23.8%	137,954	24.7%	157,973	29.3%	14.5%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	55,649	17.2%	82,615	19.7%	108,669	19.5%	128,281	23.8%	18.0%
Toplam Yükümlülükler	139,724	43.2%	192,466	45.8%	261,536	46.9%	252,320	46.9%	-3.5%
Toplam Özkaynaklar	156,628	48.5%	203,683	48.5%	266,926	47.9%	257,153	47.8%	-3.7%
Ödenmiş Sermaye	3,063	0.9%	3,063	0.7%	3,063	0.5%	3,063	0.6%	0.0%
Geçmiş Yıl Karları veya Zararları	117,655	36.4%	165,058	39.3%	217,075	38.9%	226,030	42.0%	4.1%
Net Dönem Karı veya Zararı	3,286	1.0%	1,738	0.4%	9,544	1.7%	1,447	0.3%	-84.8%
Toplam Kaynaklar (Pasifler)	323,097	100.0%	420,309	100.0%	557,829	100.0%	538,355	100.0%	-3.5%

Gelir Tablosu (Mn TL)	2024/03	Dikey	2025/03	Dikey	2025/12	Dikey	2026/03	Dikey	Değ.
Net Satışlar	56,049	100.0%	59,497	100.0%	224,527	100.0%	57,478	100.0%	-3.4%
Satışların Maliyeti	43,398	77.4%	45,408	76.3%	162,543	72.4%	41,542	72.3%	-8.5%
Brüt Kar (Zarar)	12,651	22.6%	14,088	23.7%	61,984	27.6%	15,936	27.7%	13.1%
Faaliyet Giderleri	13,326	23.8%	16,236	27.3%	60,543	27.0%	16,820	29.3%	3.6%
Genel Yönetim Giderleri	3,940	7.0%	5,514	9.3%	21,185	9.4%	6,059	10.5%	9.9%
Pazarlama Giderleri	9,126	16.3%	10,237	17.2%	37,672	16.8%	10,353	18.0%	1.1%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	259	0.5%	484	0.8%	1,686	0.8%	408	0.7%	-15.8%
Net Esas Faaliyet Karı veya Zararı	-675	-1.2%	-2,147	-3.6%	1,441	0.6%	-884	-1.5%	-58.8%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4,303	7.7%	4,476	7.5%	15,272	6.8%	3,476	6.0%	-22.3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	3,318	5.9%	3,127	5.3%	12,666	5.6%	2,735	4.8%	-12.5%
Esas Faaliyet Karı veya Zararı	311	0.6%	-799	-1.3%	4,046	1.8%	-142	-0.2%	-82.2%
FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar)	4,090	7.3%	3,521	5.9%	18,831	8.4%	4,030	7.0%	14.4%
Faaliyet Karı veya Zararı	311	0.6%	-799	-1.3%	4,046	1.8%	-142	-0.2%	-82.2%
Finansman Gelirleri	6,864	12.2%	5,787	9.7%	27,030	12.0%	7,723	13.4%	33.4%
Finansman Giderleri	8,516	15.2%	11,950	20.1%	44,937	20.0%	9,197	16.0%	-23.0%
Vergi Öncesi Kar veya Zarar	6,262	11.2%	1,968	3.3%	12,092	5.4%	5,309	9.2%	169.8%
Ana Ortaklık Dönem Karı veya Zararı	3,193	5.7%	1,641	2.8%	9,878	4.4%	1,884	3.3%	14.8%

Finansal Oranlar

KARLILIK	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Brüt Kar Marjı (Çeyreklik)	22.6%	23.2%	22.8%	21.9%	23.7%	29.4%	30.0%	27.1%	27.7%
EFK Marjı (Çeyreklik)	-1.2%	-3.1%	-0.1%	-4.6%	-3.6%	3.9%	4.3%	-1.9%	-1.5%
FAVÖK Marjı (Çeyreklik)	7.3%	5.7%	7.9%	4.2%	5.9%	8.0%	13.1%	5.8%	7.0%
Net Kar Marjı (Çeyreklik)	5.7%	5.5%	2.0%	-2.6%	2.8%	5.0%	2.7%	6.6%	3.3%
Özsermaye Karlılık	14.5%	12.4%	12.4%	3.5%	2.5%	1.9%	1.9%	4.3%	4.2%
Aktif Karlılık	7.0%	5.6%	5.8%	1.6%	1.2%	0.9%	0.9%	2.1%	2.0%

BÜYÜME	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Net Satış Büyüme (Çeyreklik)	15.4%	10.8%	23.7%	1.3%	6.2%	-6.8%	-5.6%	1.7%	-3.4%
EFK Büyüme (Çeyreklik)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Faaliyet Giderleri Büyüme (Çeyreklik)	45.6%	43.6%	36.8%	17.7%	21.8%	-9.7%	5.9%	10.9%	3.6%
FAVÖK Büyüme (Çeyreklik)	-52.4%	-53.4%	-38.0%	-54.5%	-13.9%	30.0%	56.5%	41.3%	14.4%
Net Kar Büyüme (Çeyreklik)	-40.0%	-36.1%	-	-	-48.6%	-15.1%	26.9%	-	14.8%

BORÇLULUK	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Finansal Borç / Toplam Borç	67.7%	75.9%	75.3%	68.5%	71.3%	72.4%	71.1%	68.1%	67.7%
Toplam Borç / Özsermaye	89.2%	105.4%	103.7%	102.6%	94.5%	97.8%	97.4%	98.0%	98.1%
Net Borç / FAVÖK	2.1%	3.1%	3.7%	5.1%	6.2%	6.4%	6.0%	6.1%	6.2%
Cari Oran	1.7%	2.4%	2.6%	1.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.7%

FAALİYET	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/09	2025/12	2026/03
Ticari Alacak Devir Süresi (Gün)	48.7%	52.3%	52.3%	50.0%	50.6%	55.2%	55.9%	59.7%	64.9%
Stok Devir Süresi (Gün)	78.4%	81.4%	81.1%	84.2%	87.8%	101.9%	110.8%	112.5%	120.7%
Ticari Borç Devir Süresi (Gün)	35.8%	35.8%	37.5%	40.7%	42.3%	50.1%	55.6%	58.3%	63.4%
Nakit Döndürme Süresi (Gün)	91.3%	97.9%	95.9%	93.6%	96.1%	106.9%	111.2%	113.9%	122.2%

YASAL UYARI BÖLÜMÜ

Burada yer alan bilgiler Trive Yatırım tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. 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, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Trive Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Trive Yatırım sorumlu değildir.