

Şişecam

Rekabet Kurulu cezası gider olarak yansıdı

Başak Kamber

Analist

bkamber@sekeryatirim.com

Şişecam 3Ç25'te, piyasa medyan beklentisi olan 1.732mn TL ve bizim beklentimiz olan 2.125mn TL'nin altında 1.463mn TL net dönem karı açıkladı (3Ç24: 1.153mn TL net kar). Bu çerçevede, maliyet yönetimi ve verimlilik artırıcı önlemler sayesinde güçlenen operasyonel karlılığın yanı sıra, yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerlendirme kazançları kaynaklı yatırım faaliyetlerinden elde edilen gelirlerdeki artış ve parasal pozisyon kazançları net kârı destekleyen temel unsurlar oldu. Buna karşın Şirket'in, 2.365mn TL Rekabet Kurulu cezasını diğer faaliyet giderlerine yansıtması ve maddi duran varlık satışlarından kaynaklanan zararlar nedeniyle yatırım faaliyetlerinden giderler net karı olumsuz etkiledi. Bununla birlikte faiz giderlerindeki azalış finansman maliyetlerini düşürse de kambiyo kârlarındaki azalma bu olumlu etkiyi dengeleyemedi ve net kâr üzerinde baskı oluşturdu. Ayrıca, ertelenmiş vergi giderlerindeki artış net kâr üzerindeki baskıyı güçlendiren bir diğer unsur olarak öne çıktı.

3Ç25'te Şişecam, bizim 55.200mn TL olan tahminimizin ve 55.504 milyon TL olan piyasanın medyan beklentisinin sırasıyla %2,28 ve %2,90 altında gerçekleşerek yıllık %5,6 düşüşle 53.940mn TL net satış geliri elde etti. Zorlu piyasa koşullarına rağmen Mimari Cam segmenti dayanıklılığını korudu; konsolide satış hacmi yıllık bazda %2 artarken, satış gelirleri %4 artışla 13.256 milyon TL'ye ulaştı. Türkiye'deki yeniden kentleşme çalışmalarının etkisiyle iç satışlar güçlü seyrederek yıllık %2 büyümeye kaydetti. Başta yeni müşteri kazanımları sayesinde, ihracat satışları hacim olarak %12 arttı. Sonuç olarak, Türkiye merkezli operasyonlar, satış hacminde yıllık %3 artışla konsolide satışlara en büyük katkıyı sağlayarak toplam konsolide satış hacminin %61'ini oluşturdu (3Ç24: %60). Endüstriyel cam iş kolu segmentinde konsolide satış hacmi yıllık bazda %3 hacim daralmasına karşın yıllık %10 artışla 6.015mn TL oldu. Cam Eşya Segmenti, 6 milyar TL net satış geliri ile yıllık %7 ciro daralması kaydetti. Uluslararası satışlar, bölümün toplam cirosunun %56'sını oluşturdu. Cam Eşya iş biriminin performansı, kalıcı piyasa durağanlığı ve düşük risk iştahı nedeniyle devam eden düşük talep nedeniyle zorluklarla karşılaştı. Konsolide satış hacmi, zayıf talep koşullarını yansıtarak yıllık %14 azaldı. Cam Ambalaj Segmentinin satış geliri 13.636mn TL olarak gerçekleşti ve yıllık bazda yatay seyretti. Cam Ambalaj iş birimi satış hacmi, 3Ç25'te yıllık %4 azaldı. Yurtiçi satış hacmindeki düşüş, ağırlıklı olarak alkollü içecek kategorisinden kaynaklanmıştır. Yurtdışında ise satış hacmindeki daralma, zayıf tüketici güveni ve yaz sezonundaki olumsuz hava koşullarına bağlanmıştır. Kimya Segmentinin satış geliri ise 10,6 milyar TL olarak gerçekleşmiş olup, yıllık bazda %24 daraldı. 3Ç25'te, Şişecam'ın konsolide soda külü üretimi, Mersin, Wyoming ve Bosna tesislerinde planlı bakım çalışmaları ve Bosna tesisinde stok optimizasyonunun etkisi nedeniyle yıllık %13 düşüş göstermiştir.

TMS-29 etkisi dahil FAVÖK 3Ç25'te yıllık bazda %71,2 artışla 6.492 milyon TL seviyesinde gerçekleşti - Bu artışta yeni yatırımın devreye alınması ile artan amortisman giderleri etkili oldu (3Ç24: 3.791mn TL). Açıklanan FAVÖK rakamı beklentimiz olan 6.100mn TL ve piyasanın medyan beklentisi olan 6.139mn TL'nin üzerinde gerçekleşti. Şişecam'ın 3Ç25'te Brüt kar marjı %30,0 seviyesine yükselirken, FAVÖK marjı %12,0 ve net kar marjı ise %2,7 seviyesine yükseldi (3Ç24'te sırasıyla %22,8, %6,6, %2,0).

Net borç azaldı... Şirketin net borcu 2025/06 sonundaki 120.993mn TL seviyesinden, 114.112mn TL seviyesine geriledi. Net borç/FAVÖK rasyosu 6.64x seviyesinde bulunmaktadır. Ancak, önümüzdeki dönemlerde maliyet ve verimlilik artırıcı önlemlerin etkisiyle FAVÖK'deki artışın devam etmesi durumunda bu oranda düşüşün devam edeceğini düşünmekteyiz.

AL

Hedef Fiyat: 55,00 TL

Önceki Hedef Fiyat: 55,00 TL
Getiri Potansiyeli: %52,8

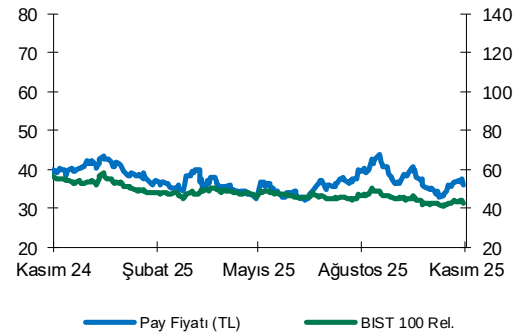
	TL	US\$
Fiyat	36,00	0,86
BIST 100	10.925	260
US\$ (MB Alış):	42,0490	
52 Hafta Yüksek:	43,68	1,24
52 Hafta Düşük:	32,08	0,79
Bloomberg/Reuters Kodu:	SISE.TI / SISE.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3.063	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	110.276	2.623
Halka Açık PD:	54.035	1.285

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	2	-8	-12
US\$ Getiri (%):	1	-26	-26
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	1	-25	-20
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	1.534		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	40,1		

Beta	1,01
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,33
Yıllık Volatilité (BIST 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



Tarsus yatırımı devreye alındı. Tarsus'taki enerji camı fırını ve işleme hatları 19 Eylül 2025 tarihinde devreye alınmıştır. Toplam 200 milyon Euro tutarındaki yatırım ile Türkiye'deki yıllık kurulu desenli cam üretim kapasitesi 396 bin ton, enerji camı işleme kapasitesi ise 47 milyon m² seviyesine ulaşmıştır. Yatırımın devreye alınmasının ardından güçlü bir yurtiçi talep gözlemlenmiştir. Bu proje ile şirket, Türkiye'nin enerji sektöründe kaynak kullanımını daha verimli hale getirmeyi, yeşil dönüşüm sürecine katkıda bulunmayı ve enerji camı ithalatını önemli ölçüde azaltmayı hedeflemektedir. Ayrıca, Tarsus üretim kompleksindeki düz cam fırını yatırımı, günlük 1.200 ton kapasiteye sahiptir. Bölgedeki diğer tesislerle birlikte değerlendirildiğinde, bu yatırımın Türkiye'ye, lojistik güzergahlarına yakınlığı ve stratejik konumu sayesinde yüksek ihracat potansiyeli sunması beklenmektedir.

Özetle, Rekabet Kurulu cezası hariç tutulduğunda şirketin net kârı daha güçlü görünmektedir. Bununla birlikte etkin maliyet yönetimi ve verimlilik artışıyla desteklenen operasyonel performansını olumlu karşıladık. Ayrıca, şirketin odaklandığı katma değeri yüksek projelerden biri olan Tarsus Enerji Camı yatırımının devreye alınmasının önümüzdeki dönemde finansal sonuçlara olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. Bu doğrultuda, açıklanan finansal sonuçları "pozitif" olarak değerlendiriyoruz. 3Ç25 finansal sonuçlarının ardından, **55,00 TL** seviyesindeki hedef pay fiyatımızı ve "AL" tavsiyemizi koruyoruz. Mevcut pay fiyatına göre hedef değerimiz, %52,8 oranında getiri potansiyeli taşımaktadır.

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

Milyon TL	9A24	9A25	Yıllık	3Ç24	3Ç25	Yıllık
Satış Gelirleri	181.696	162.278	-10,7%	57.140	53.940	-5,6%
Brüt Kar	41.569	45.102	8,5%	13.051	16.193	24,1%
Brüt Kar Marjı	22,9%	27,8%		22,8%	30,0%	
Operasyonel Kar	-2.747	2.606	A.D.	-70	2.292	A.D.
Operasyonel Kar Marjı	-1,5%	1,6%		-0,1%	4,3%	
FAVÖK	11.622	15.237	31,1%	3.791	6.492	71,2%
FAVÖK Marjı	6,4%	9,4%		6,6%	12,0%	
Net Kar	8.149	5.743	-29,5%	1.153	1.463	26,9%
Net Kar Marjı	4,5%	3,5%		2,0%	2,7%	

Kaynak: Finnet, Şeker Yatırım Araştırma

Tablo 2: Temel Finansallar (TMS 29 Etkisi Dahil)

BİLANÇO (TL Mn)	2024/12	2025/09	%Değ
Maddi Duran Varlıklar	218.410	227.315	4,1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61.217	60.204	-1,7%
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	52.535	50.881	-3,1%
Ticari Alacaklar	32.733	34.693	6,0%
Hazır Değerler	67.305	42.353	-37,1%
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	68.300	64.048	-6,2%
Toplam Aktifler	500.500	479.492	-4,2%
Uzun Vadeli Borçlar	121.958	88.925	-27,1%
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.702	21.622	22,1%
Kısa Vadeli Borçlar	15.599	15.132	-3,0%
Ticari Yükümlülükler	30.466	24.031	-21,1%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	53.742	73.959	37,6%
Toplam Yükümlülükler	239.467	223.670	-6,6%
Toplam Özsermaye	261.033	255.822	-2,0%
Toplam Pasifler	500.500	479.492	-4,2%
GELİR TABLOSU (TL Mn)	2024/09	2025/09	%Değ
Net Satışlar	181.696	162.278	-10,7%
SMM	140.127	117.175	-16,4%
Brüt Kâr	41.569	45.102	8,5%
Faaliyet Giderleri	44.316	42.496	-4,1%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	-2.747	2.606	A.D.
Net Diğer Gelir/(Gider)	998	1.344	34,7%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	876	1.051	20,1%
Finansman Gelir/(Gider)	-9.754	-15.958	A.D.
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	16.881	19.261	14,1%
Vergi Öncesi Kâr	7.666	8.917	16,3%
Vergi	964	-3.260	A.D.
Net Kâr/(Zarar)	8.630	5.657	-34,5%
Azınlık Payları	481	-86	A.D.
Ana Ortaklık Payları	8.149	5.743	-29,5%

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