TEB YATIRIM
BNP PARIBAS ORTAKLIĞI

ŞİŞECAM SISE TI

Endeks Üzeri Getiri

Hedef fiyat	58.00 TL
Kapanış	35.42 TL
Getiri	63.7%

3Ç26 Sonuçları

Şişecam, 3Ç25'teki TRY1,9 milyar ve bir önceki çeyrekteki TRY3,5 milyarlık net kârın ardından, 3Ç26 için TRY295 milyon net zarar açıkladı. Zayıf operasyonel performans, azalan parasal kazançlar ve yüksek ertelenmiş vergi zararları net kârın zarara dönüşmesine yol açtı. Sonuçlar; düşük operasyonel performans ve yüksek vergi giderleri nedeniyle hem TRY594 milyonluk net kâr tahminimizin hem de piyasa beklentisi olan TRY2,2 milyarın altında kaldı. 9A26 net kârı yıllık %28 azalarak TRY5,4 milyara geriledi.

Operasyonel Önemli Gelişmeler

Ciro, beklentilerle uyumlu olarak yıllık %5 azalışla TRY66 milyar oldu. Düz cam segmenti, önceki çeyreklere kıyasla biraz daha iyi bir performans göstererek yıllık %5 büyüdü. Ancak kimyasallar ve cam eşya segmentleri geride kaldı; bu segmentlerin ciroları 3Ç26'da yıllık %10'dan fazla azaldı. Ambalaj cirosu da yıllık %12 düştü. FAVÖK, yıllık %50 azalarak TRY3,5 milyar oldu ve beklentilerin hafif altında kaldı. FAVÖK marjı yıllık 477 baz puan daraldı; tüm segmentler bu çeyrekte marj daralması yaşadı. Şirket tanımlı FAVÖK ise, iştirak ve ortaklıkların (JV) nispeten daha iyi performans göstermesiyle yıllık %13 azaldı.

Bilanço ve Nakit Akışı

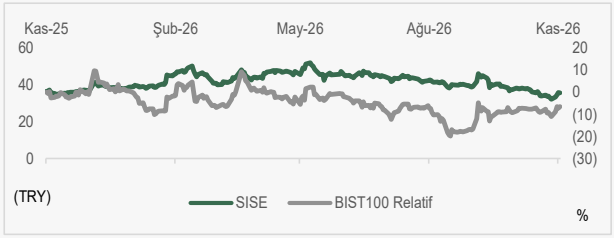
FAVÖK üretimi zayıf seyretmesine rağmen, düşük sermaye harcamaları ve azalan işletme sermayesi ihtiyacı sayesinde net borç çeyreklik %1 azalarak TRY150 milyara geriledi. Net borç/FAVÖK oranı 8,7x'e yükselirken, şirket tanımlı net borç/FAVÖK oranı 3,5x olarak gerçekleşti.

TEB Yatırım Görüşü

Sonuçlar beklentilerin altında kalsa da, doğal gaz fiyatlarındaki son düşüş hisse fiyatını desteklemeye devam edebilir.

Hisse Detayları

Milyon TL	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Satışlar (diğer hariç)	185,589	224,527	286,837	365,722	448,294
VAFÖK	10,822	18,831	33,550	49,850	66,929
Net kar	5,022	9,878	16,064	22,919	29,862.1
Kar marjı (%)	2.8	4.3	5.5	6.1	6.51
VAFÖK marjı (%)	5.8	8.4	11.7	13.6	14.9
Satış büyümesi (%)	(15.4)	21.0	27.8	27.5	22.6
F/K (x)	27.5	11.3	6.6	4.7	3.6
FD/VAFÖK (x)	19.9	12.5	7.6	5.3	3.7
PD/DD (x)	0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
Net borç/VAFÖK (x)	6.8	6.4	4.3	3.1	2.1
Net borç/Özsermaye (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
Özsermaye verimliliği (%)	2.7	4.1	4.9	5.5	5.8



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	(7.0)	(16.5)	(2.8)
BIST100 relatif getiri (%)	2.1	0.9	(5.9)

Son kapanış fiyatı	35.42
12 Aylık yüksek/düşük	53.41/31.62
Piyasa değeri (Milyon TL)	108,499
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	2,273.4
Halka açıklık (%)	49.0
Hisse sayısı (Milyon)	3,063
Pazar	Yıldız Pazar

Kaynak: SISE, TEB Yatırım Hesaplamaları

	2025/1Ç	2025/4Ç	2026/1Ç	------Değişim------		TEB	Fark	Konsensus	Fark
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	Yıllık, %	Çeyrek, %	(TRY m)	%	(TRY m)	%
Net satışlar	69,977	64,203	66,266	-5	3	65,582	1	65,505	1
FAVÖK	6,998	3,794	3,466	-50	-9	3,738	-7	3,761	-8
FAVÖK marjı (%)	*10*	*5.9*	*5.2*	*-477 b. puan*	*-68 b. puan*	*5.7*	*-47 b. puan*	*5.7*	*-51 b. puan*
Net kar	1,898	3,536	-295	*n.m*	*n.m*	594	*n.m*	2,214	*n.m*

FINANSAL TABLOLAR & ÇARPANLAR

Fiyat (12/2018 - 12/2025 arası yıllık ortalama)	*46.0*	*37.1*	*35.6*	*35.6*	*35.6*
Hisse başına (TL)	**2024**	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Hisse başına kar	*1.67*	*3.29*	*5.35*	*7.64*	*9.95*
*% değişim * (enflasyondan arındırılmış)*			*25.6%*	*17.4%*	*10.0%*
Hisse başı Defter Değeri	62.1	81.0	110.4	138.3	171.8
Net Temettü	0.65	0.59	0.96	1.36	2.44
Piyasa Çarpanları	**2024**	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F / K	27.5x	11.3x	6.6x	4.7x	3.6x
F / Nakit akımı	NC	NC	3.3x	2.3x	1.6x
Serbest Nakit Akışı Getiri Oranı	(11.4%)	(24.0%)	(20.0%)	(8.8%)	10.8%
F/DD	0.74x	0.46x	0.32x	0.26x	0.21x
Net getiri	1.4%	1.6%	2.7%	3.8%	6.8%
Temettü ödeme oranı	39.0%	17.8%	17.8%	17.8%	24.5%
FD / Satışlar	1.16x	1.05x	0.88x	0.72x	0.55x
FD / Düzeltilmiş FAVÖK	19.9x	12.5x	7.6x	5.3x	3.7x
FD / Düzeltilmiş FVÖK	NS	NS	30.2x	13.9x	8.1x
FD / Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı	NS	NS	40.3x	16.6x	9.6x
FD / Faaliyetlerden Sağlanan Serbest Nakit Akışı	NS	NS	NS	27.5x	7.3x
FD / Yatırılan Sermaye (brüt şerefiye dahil)	0.8x	0.7x	0.5x	0.5x	0.4x
Firma Değeri (milyon TL)	**215,768**	**236,154**	**253,614**	**263,770**	**248,077**
Piyasa değeri	138,002	111,411	106,602	106,602	106,602
+ Düzeltilmiş net borç	73,795	120,773	143,042	153,198	137,505
+ Diğer yükümlülükler ve taahhütler					
+ Yeniden değerlenmiş azınlık payları	17,001	17,001	17,001	17,001	17,001
- Yeniden değerlenmiş yatırımlar	13,030	13,030	13,030	13,030	13,030
Kar - Zarar Detayları (milyon TL)	**2024**	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Satışlar (diğer hariç)	**185,589**	**224,527**	**286,837**	**365,722**	**448,294**
**Düzeltilmiş FAVÖK ** **	**10,822**	**18,831**	**33,550**	**49,850**	**66,929**
Amortisman	(15,091)	(17,391)	(25,150)	(30,850)	(36,453)
**Düzeltilmiş FVÖK ** **	**(4,269)**	**1,441**	**8,400**	**18,999**	**30,476**
Raporlanan faaliyet karı (zararı)	(2,603)	4,046	11,209	22,482	34,664
Net finansal gelir (gider)	5,238	7350	5289	1,523	(3,408)
İştirakler	593	695	2331	2793	3297
Diğer					
Vergi	2,016	(2548)	(3162)	(4,397)	(5,362)
Azınlık hakları	(220)	333	397	518	671
Ana ortaklık payına düşen	5,022	9,878	16,064	22,919	29,862
Nakit Akım Detayları (Milyon TL)	**2024**	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
FAVÖK	**12,488**	**21,437**	**36,358**	**53,332**	**71,117**
**FAVÖK düzeltmesi ** **	**(1,666)**	**(2,606)**	**(2,808)**	**(3,482)**	**(4,188)**
Diğer kalemler	(2,948)	2,326	16,009	17,057	19,437
İşletme sermayesi ihtiyacı değişimi	15,884	2,753	(17,763)	(23,234)	(24,320)
Faaliyetlerden sağlanan nakit akışı	**23,757**	**23,910**	**31,796**	**43,673**	**62,046**
Sermaye harcamaları	(28,447)	(31,258)	(38,932)	(34,071)	(28,223)
Faaliyetlerden sağlanan serbest nakit akışı	**(4,690)**	**(7,348)**	**(7,136)**	**9602**	**33822**
Net finansal kalemler + ödenmiş vergi	(13,040)	(23,447)	(17,629)	(20,471)	(20,482)
Serbest nakit akışı	**(17,730)**	**(30,795)**	**(24,765)**	**(10,869)**	**13,341**
Net finansal yatırımlar & satın almalar	0	0	0	0	0
Diğer	(11,663)	(13,549)	2,329	1,781	4,590
Sermaye artırımları (azaltımları)					
Dağıtılan temettü	(3,980)	(2,633)	(1,800)	(2,927)	(4,177)
Finansal borçlardaki artış (azalış)	**33,373**	**46,978**	**24,236**	**12,015**	**(13,754)**
Nakit akışı, grup hisseleri	**(4,949)**	**(2,290)**	**31,930**	**46,436**	**65,884**

(*) Büyüme oranları yıl sonu enflasyonuna göre düzeltilmiştir. ' (**) Sermaye kazanç/kayıpları, olağanüstü yeniden yapılandırma giderleri, aktifleştirilmiş Ar-Ge, maddi olmayan duran varlık değer düşüklüğü ve itfaları ile birleşme ve satın alma etkileri düzeltilmiş FVÖK.

FINANSAL TABLOLAR & ÇARPANLAR

Bilanço (Milyon TL)	2024	2025	2026T	2027T	2028T
Net işletme varlıkları	225,968	311,480	404,778	483,235	542,205
İşletme sermayesi ihtiyacı değişimi	31,200	51,207	68,969	92,203	116,523
Düzenlenmiş yatırılan sermaye (şerefiye dahil)	**257,168**	**362,687**	**473,748**	**575,439**	**658,729**
Özkaynak, grup hisseleri	186,067	242,571	330,554	414,088	514,575
Azınlıklar	22,044	26,688	26,291	25,772	25,102
Karşılıklar / Diğer yükümlülükler	14,113	26,613	24,294	42,243	51,244
Net finansal borç (nakit)	73,795	120,773	145,009	157,024	143,270
FINANSAL ORANLAR (%)	**2024**	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Satışlar (% değişim) *	(15.4%)	(7.6%)	(1.4%)	4.9%	3.5%
Organik satış büyümesi *					
Düzenlenmiş FVÖK (% değişim) **	(128.3%)	(125.8%)	350.2%	86.1%	35.4%
Yeniden düzenlenmiş paydaşlara düşen net kar (% değişim) *	NC	NC	25.6%	17.4%	10.0%
Personel giderleri / Satışlar	7.6%	7.8%	8.1%	8.1%	8.1%
Düzeltilmiş FAVÖK marjı	5.8%	8.4%	11.7%	13.6%	14.9%
Düzeltilmiş FVÖK marjı	(2.3%)	0.6%	2.9%	5.2%	6.8%
Vergi oranı	NC	21.1%	16.8%	16.4%	15.5%
Net kar marjı	2.8%	4.3%	5.5%	6.1%	6.5%
Yatırım Harcamaları / Satışlar	15.3%	13.9%	13.6%	9.3%	6.3%
Faaliyetlerden sağlanan serbest nakit akışı / Satışlar	(2.5%)	(3.3%)	(2.5%)	2.6%	7.5%
İşletme sermayesi ihtiyacı / Satışlar	16.8%	22.8%	24.0%	25.2%	26.0%
Düzenlenmiş kullanılan sermaye (şerefiye ve maddi duran varlıklar hariç) / Satışlar	112.3%	133.2%	115.8%	98.5%	84.4%
Özkaynak karlılığı	2.7%	4.1%	4.9%	5.5%	5.8%
Borçluluk oranı	35%	45%	40%	35%	25%
FAVÖK / Finansal değişimler	0.8x	0.7x	1.9x	2.7x	4.3x
Düzeltilmiş finansal borç / FAVÖK	6.8x	6.4x	4.3x	3.1x	2.1x
Yatırılan sermaye karşılığı, şerefiye ve maddi duran varlıklar hariç	(1.5%)	0.4%	1.9%	4.4%	6.8%
Yatırılan sermaye karşılığı, şerefiye ve maddi duran varlıklar dahil	(1.2%)	0.3%	1.3%	2.8%	3.9%

Son güncelleme: 22.06.2026

(*) Büyüme oranları yıl sonu enflasyonuna göre düzeltilmiştir. ' (**) Sermaye kazanç/kayıpları, olağanüstü yeniden yapılandırma giderleri, aktifleştirilmiş Ar-Ge, maddi olmayan duran varlık değer düşüklüğü ve itfaları ile birleşme ve satın alma etkileri düzeltilmiş FVÖK.

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“TEB Yatırım”) tarafından işbu rapor tarihi itibariyle hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması…vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım’ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım’ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyanı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.