

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri		Hedef Fiyat (TL)	54,80	FD/FAVÖK :	13,3
Uzun Vadeli Öneri	AL		Kapanış Fiyatı (TL)	36,00	F/K :	28,3
Gelir Tablosu - Özet			Açıklanan		Beklenti	
(mn TL)	3Ç25	2Ç25	Çeyrekse %	3Ç24	Yıllık %	Kons.*
Net Satışlar	53.940	52.580	3%	57.140	-6%	55.504
FAVÖK	6.490	5.283	23%	3.772	72%	6.139
Net Dönem Karı	1.463	2.652	-45%	1.153	27%	1.732
FAVÖK Marjı	12,0%	10,0%	2 yp	6,6%	5,4 yp	11,1%
Net Kar Marjı	2,7%	5,0%	-2,3 yp	2,0%	0,7 yp	3,1%

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

*Research Turkey

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y:Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs

- Süregelen zayıf talep sebebiyle satış hacimlerinde yıllık bazda düşüş görüldü** – 2025 yılının üçüncü çeyreğinde, şirketin toplam satış gelirleri bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %6 düşüş göstererek 53,9 mİr TL ile beklentilerin altında açıklanırken, toplam satışlar içerisindeki uluslararası satışların payı %37 (3Ç24: %39) oldu. Yılın üçüncü çeyreğinde ciroya en yüksek katkıyı sağlayan segment cam ambalaj olurken, mimari cam ve kimyasallar segmentleri sırasıyla diğer önemli paya sahip segmentler olmaya devam etti. Cam ambalaj segmenti satış hacminde, alkollü içecek kategorisindeki zayıf talep sebebiyle bir önceki yılın aynı çeyreğine göre %4 düşüş kaydedildi. Türkiye’de beklenenden zayıf seyreden turizm sezonu sebebiyle HORECA (otel, restoran, kafe) tarafında görülen zayıflama yurt içi cam ambalaj satışlarında kaydedilen yıllık %5’lik düşüşün başlıca sebeplerinden biri olarak öne çıktı. Türkiye dışı operasyon bölgelerinin satış hacmindeki azalışta ise Rusya’da yaz aylarında olumsuz seyreden hava koşulları sebebiyle düşen talep etkili oldu. Buna karşın, Doğu Avrupa ve Amerika pazarlarına yönelik ihracatta görülen yükseliş ve maliyet artışlarına bağlı olarak yapılan fiyat düzenlemeleri segmentin genel performansını destekledi. Mimari cam segmentinde ise konsolide satış hacmi geçen aynı dönemine göre %2 artış gösterdi. Yurt içinde yeniden kentleşme çalışmaları sayesinde yurt içi satışlar güçlü seyrini sürdürürken, yeni müşteri kazanımları sayesinde ihracat satış hacminde de artış görüldü. Endüstriyel cam tarafında ise, segment gelirlerinin büyük bölümünü oluşturan otomotiv camı ve enkapsülasyon bölümünde tonaj ve adet bazında yıllık %3 artış kaydedilirken, cam elyaf hacminde yıllık bazda %26 azalış görüldü. Cam ev eşyalar segmentinde ise hem yurt içi hem de ihracat pazarlarında süregelen zayıf talep sebebiyle satış hacminde yıllık %14 düşüş görüldü. Kimyasalların soda külü alt segmentinde, ABD iç pazarında ve ihracat kanallarında devam eden talep zayıflığı, Avrupa’daki durgunluk ve Orta Doğu & Afrika bölgesinde artan rekabet nedeniyle azalan pazar payı konsolide satış hacminde yıllık bazda %13 azalışa sebep oldu. Krom alt segmentinde ise satış hacmi yıllık bazda %30 azaldı.
- İyileşen operasyonel karlılığa rağmen net kar performansı zayıf kaldı** – 3Ç25 döneminde Şişecam’ın FAVÖK’ü, yıllık %72 yükselişle 6,5 mİr TL seviyesinde açıklanarak beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı yıllık 5,4 puan iyileşerek %12 oldu. Yılın üçüncü çeyreğinde şirketin net karı ise, geçen yılın aynı dönemine göre %27 yükseliş göstererek piyasa beklentilerinin altında 1,5 mİr TL seviyesinde kaydedildi. Hem yurt içi hem de yurt dışı operasyonlarda uygulanan fiyat düzenlemeleri ve maliyetlerde geçen yılın aynı dönemine göre görülen düşüş brüt karda yıllık %24 yükselişe sebep oldu. Yatırım faaliyetlerinden net giderler kaleminde Tuzla’daki gayrimenkul satışından kaynaklı yazılan 1,2 milyar TL’lik zarar, Rekabet Kurulu tarafından verilen 2,4 milyar TL’lik ceza karşılığı ve 1,5 mİr TL’lik ertelenmiş vergi gideri üçüncü çeyrekte net karı baskılayan unsurlar oldu. Net finansman giderlerinde yıllık bazda görülen %11 düşüş ve parasal kazanç pozisyonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre

10 Kasım 2025 Pazartesi

%17'lik artış ise net karı destekledi. Şirketin 2Ç25 döneminde 112,5 mlr TL olan net borç pozisyonu, bu çeyrekte 114,1 mlr TL olurken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 7,78x seviyesinden 6,64x seviyesine geriledi.

- **Değerleme ve öneri** – Finansallar öncesinde şirket hisseleri son bir ayda endeksten %0,9 pozitif ayrışırken, yıl başından bu yana %20,5 negatif ayrıştı. 3Ç25 dönemi finansal sonuçlarının ardından Şişecam için **54,80 TL** olan hisse başı fiyat hedefimizi koruyoruz. Kısa vadeli **“Endekse Paralel Getiri”** ve uzun vadeli **“AL”** önerilerimizde ise değişikliğe gitmiyoruz.

Açıklanan								
Gelir Tablosu (mn TL)	3Ç25	2Ç25	Çeyreksel %	3Ç24	Yıllık %	9A25	9A24	Yıllık %
Net Satışlar	53.940	52.580	3%	57.140	-6%	162.278	181.696	-11%
SMM	-37.747	-37.101	2%	-44.089	-14%	-117.175	-140.127	-16%
Brüt Kar	16.193	15.479	5%	13.051	24%	45.102	41.569	8%
Operasyonel Gider	-13.901	-13.448	3%	-13.121	6%	-42.496	-44.316	-4%
FVÖK	2.292	2.031	13%	-70	a.d.	2.606	-2.747	a.d.
FAVÖK	6.490	5.283	23%	3.772	72%	15.237	11.622	31%
Diğer Gelir/Gider (Net)	-1.573	1.621	a.d.	283	a.d.	1.344	998	35%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	-642	1.532	a.d.	-248	159%	1.051	876	20%
Finansal Gelir/Gider (Net)	2.793	-1.567	a.d.	1.330	110%	3.303	7.127	-54%
Parasal Kazanç/(Kayıp)	6.777	4.580	48%	5.796	17%	19.261	16.881	14%
VÖK	3.227	3.858	-16%	1.263	155%	9.003	7.185	25%
Net Dönem Karı	1.463	2.652	-45%	1.153	27%	5.743	8.149	-30%
Brüt Kar Marjı	30,0%	29,4%	0,6 yp	23%	7,2 yp	28%	23%	4,9 yp
FAVÖK Marjı	12,0%	10,0%	2 yp	7%	5,4 yp	9%	6%	3 yp
Net Kar Marjı	2,7%	5,0%	-2,3 yp	2%	0,7 yp	4%	4%	-0,9 yp
Bilanço (mn TL)	9A25	6A25		9A24				
Dönen Varlıklar	141.093	132.547	6%	152.605	-8%			
Hazır Değerler	42.353	38.735	9%	62.323	-32%			
Menkul Kıymetler	2.611	2.437	7%	825	217%			
KV Ticari Alacaklar	34.693	34.554	0%	35.524	-2%			
Stoklar	50.525	48.623	4%	42.799	18%			
Diğer Dönen Varlıklar	10.912	8.197	33%	11.135	-2%			
Duran Varlıklar	338.399	322.281	5%	238.939	42%			
Aktif Toplamı	479.492	454.828	5%	391.545	22%			
KV Borçlar	113.123	110.423	2%	59.480	90%			
KV Finansal Borçlar	70.152	72.624	-3%	27.914	151%			
KV Ticari Borçlar	24.031	23.777	1%	18.346	31%			
Diğer KV Borçlar	18.940	14.022	35%	13.220	43%			
UV Borçlar	110.547	101.911	8%	125.591	-12%			
UV Finansal Borçlar	88.925	81.095	10%	111.485	-20%			
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.			
Diğer UV Borçlar	21.622	20.816	4%	14.105	53%			
Öz Sermaye	255.822	242.494	5%	206.473	24%			
Pasif Toplamı	479.492	454.828	5%	391.545	22%			
Net Borç	114.113	112.547	1,4%	76.252	49,7%			

Kaynak: Rasyonet, VKY Araştırma ve Strateji

Kısaltmalar: yp: yüzde puan, m.d.: mümkün değil, a.d.: anlamlı değil, Ç: Çeyrek, A: Ay, Y: Yarıyıl, VKY: Vakıf Yatırım, Kons: Konsensüs



VakıfBank Grubu İştirakidir.

www.vakifyatirim.com.tr | www.vkyanaliz.com

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Tuğba AKCA	Direktör
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist
Mevlüt Can KARABAYIR	Analist

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.