

28 Şubat 2025 Cuma

Kısa Vadeli Öneri	Endekse Paralel Getiri	Hedef Fiyat (TL)	49,80	FD/FAVÖK :	17,2	
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	36,54	F/K :	22,3	
<b>Gelir Tablosu - Özet</b>		<b>Açıklanan</b>		<b>Beklenti</b>		
(mn TL)	<b>4Ç24</b>	<b>3Ç24</b>	<b>Çeyrekse %</b>	<b>4Ç23</b>	<b>Yıllık %</b>	<b>Kons.*</b>
Net Satışlar	40.730	42.867	-5%	50.486	-19%	42.770
FAVÖK	944	3.022	-69%	4.073	-77%	2.702
Net Dönem Karı	-1.527	795	a.d.	13.150	a.d.	358
FAVÖK Marjı	2,3%	7,0%	-4,7 yp	8,1%	-5,7 yp	6,3%
Net Kar Marjı	-3,8%	1,9%	-5,6 yp	26,0%	-29,8 yp	0,8%

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

- Küresel pazardaki zayıf talep operasyonel performansı baskıladı** – Yılın son çeyreğinde, Şişecam'ın toplam satış gelirleri piyasa beklentilerinin altında, yıllık %19 düşüşle 40,7 mlr TL olarak gerçekleşti. 4Ç24 döneminde ciroya en yüksek katkı sırasıyla mimari cam, kimyasallar ve cam ambalaj segmentlerinden geldi. Mimari cam segmentinde, zorlu piyasa koşullarına ve düşük sezon etkisine rağmen depremden etkilenen bölgelerde devam eden kentsel dönüşüm girişimleri ve faiz indirimlerinin yarattığı atmosferin desteğiyle, satış hacminde yıllık %13 oranında artış yaşandı. Endüstriyel cam tarafında ise, piyasadaki talep zayıflığı ve pazardaki ithal ürünlerin artışı satışları baskılamaya devam etti. Cam Ambalaj segmentinde, Eskişehir'deki beş fırından birinin son çeyrekte soğuk bakım için kapatılması ve MEA bölgesindeki politik gelişmelerin tedarik açısından aksaklıklara sebep olması gibi gelişmeler satışlarda dalgalanmalara sebep olsa da, satış hacminde yıllık %10 yükseliş gerçekleşti. Cam ev eşyalar segmentinde ise, küresel pazardaki zayıf talep etkili oldu ve satış hacminde yıllık %10 düşüş görüldü. Kimyasallar tarafında, Mersin tesisindeki stratejik düzenlemeler satış hacmini desteklese de soda külündeki zayıf küresel talep ve jeopolitik riskler satış hacmini baskıladı ve yıllık %13 zayıflamaya sebep oldu.

Segment Bazında Gelir Kırılımı (mn TL)	4Ç24	4Ç23	YoY	2024	2023	YoY
Mimari Cam	9.538	10.357	-8%	41.060	45.088	-9%
Endüstriyel Cam	5.016	5.869	-15%	20.471	22.863	-10%
Cam Ev Eşyası	5.437	5.761	-6%	23.292	25.376	-8%
Cam Ambalaj	8.752	8.534	3%	37.968	39.574	-4%
Kimyasallar	9.118	12.781	-29%	43.209	56.931	-24%
Enerji	2.042	6.601	-69%	15.888	25.808	-38%
Diğer	828	584	42%	3.702	3.807	-3%
<b>Toplam</b>	<b>40.731</b>	<b>50.487</b>	<b>-19%</b>	<b>185.590</b>	<b>219.447</b>	<b>-15%</b>

Kaynak: Şirket

28 Şubat 2025 Cuma

- **Yılın son çeyreğinde net zarar açıklandı** – 4Ç24 döneminde Şişecam'ın FAVÖK'ü, beklentilerin altında, yıllık %77 düşüşle 944 mn TL seviyesinde gerçekleşti. FAVÖK marjı ise bu dönemde, yıllık 5,7 puan gerileyerek %2,3 oldu. Şirketin net kar performansı dördüncü çeyrekte piyasanın net kar beklentisinin aksine, 1,5 mlr TL net zarar olarak açıklandı. Şirketin 3Ç24 dönemindeki 76,3 mlr TL'lik net borç pozisyonu 4Ç24 döneminde 73,8 mlr TL olurken, Net Borç/FAVÖK rasyosu 5,13x seviyesinden 6,82x seviyesine yükseldi.
- **Değerleme ve öneri** – Şirketin 4Ç24 finansalları, operasyonel performans ve net karlılık tarafında piyasa tahminlerinin altında gerçekleşti. 4Ç24 finansalları öncesinde şirket hisseleri endeksten son bir ayda %2,5, yılbaşından bu yana ise %11,2 negatif ayrıştı. Modelimizde yaptığımız revizeler ve makro değişkenlerdeki güncellemelerimiz sonrasında Şişecam için hisse başı fiyat hedefimizi **49,80 TL** (önceki: 60,50 TL) seviyesine revize ediyoruz. Kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" önerimizi talepteki toparlanmanın zaman alacağı beklentisi ve kısa vadede katalizör eksikliği sebebiyle "**Endekse Paralel Getiri**" olarak güncellerken, uzun vadeli "**AL**" önerimizi ise koruyoruz.

28 Şubat 2025 Cuma

Gelir Tablosu (mn TL)	Açıklanan							
	4Ç24	3Ç24	Çeyreksel %	4Ç23	Yıllık %	12A24	12A23	Yıllık %
Net Satışlar	40.730	42.867	-5%	50.486	-19%	185.589	219.447	-15%
SMM	-32.270	-32.943	-2%	-38.828	-17%	-143.564	-159.077	-10%
Brüt Kar	8.460	9.924	-15%	11.659	-27%	42.025	60.371	-30%
Operasyonel Gider	-11.151	-9.784	14%	-11.845	-6%	-46.294	-45.518	2%
FVÖK	-2.691	140	a.d.	-187	1341%	-4.269	14.853	a.d.
FAVÖK	944	3.022	-69%	4.073	-77%	10.822	29.682	-64%
Diğer Gelir/Gider (Net)	870	213	309%	2.493	-65%	1.666	6.022	-72%
Yatırım Faal. Gelir/Gider	135	-186	a.d.	3.602	-96%	833	7.897	-89%
Finansal Gelir/Gider (Net)	-793	716	a.d.	-3.464	-77%	4.412	3.704	19%
Parasal Kazanç/(Kayıp)	2.870	4.067	-29%	-2.435	a.d.	15.851	6.073	161%
VÖK	-2.856	859	a.d.	2.381	a.d.	3.007	31.387	-90%
Net Dönem Karı	-1.527	795	a.d.	13.150	a.d.	5.022	24.789	-80%
Brüt Kar Marjı	20,8%	23,2%	-2,4 yp	23%	-2,3 yp	23%	28%	-4,9 yp
FAVÖK Marjı	2,3%	7,0%	-4,7 yp	8%	-5,7 yp	6%	14%	-7,7 yp
Net Kar Marjı	-3,8%	1,9%	-5,6 yp	26%	-29,8 yp	3%	11%	-8,6 yp

Bilanço (mn TL)	12A24	9A24		12A23	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>134.208</b>	<b>152.605</b>	<b>-12%</b>	<b>162.943</b>	<b>-18%</b>
Hazır Değerler	53.659	62.323	-14%	54.517	-2%
Menkul Kıymetler	3.306	825	301%	10.241	-68%
KV Ticari Alacaklar	26.096	35.524	-27%	39.662	-34%
Stoklar	42.476	42.799	-1%	47.515	-11%
Diğer Dönen Varlıklar	8.671	11.135	-22%	11.009	-21%
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>264.819</b>	<b>238.939</b>	<b>11%</b>	<b>257.695</b>	<b>3%</b>
<b>Aktif Toplamı</b>	<b>399.028</b>	<b>391.545</b>	<b>2%</b>	<b>420.638</b>	<b>-5%</b>
<b>KV Borçlar</b>	<b>79.572</b>	<b>59.480</b>	<b>34%</b>	<b>96.332</b>	<b>-17%</b>
KV Finansal Borçlar	33.529	27.914	20%	56.679	-41%
KV Ticari Borçlar	24.289	18.346	32%	24.432	-1%
Diğer KV Borçlar	21.754	13.220	65%	15.222	43%
<b>UV Borçlar</b>	<b>111.345</b>	<b>125.591</b>	<b>-11%</b>	<b>83.581</b>	<b>33%</b>
UV Finansal Borçlar	97.232	111.485	-13%	66.441	46%
UV Ticari Borçlar	0	0	a.d.	0	a.d.
Diğer UV Borçlar	14.113	14.105	0%	17.140	-18%
<b>Öz Sermaye</b>	<b>208.110</b>	<b>206.473</b>	<b>1%</b>	<b>240.725</b>	<b>-14%</b>
<b>Pasif Toplamı</b>	<b>399.028</b>	<b>391.545</b>	<b>2%</b>	<b>420.638</b>	<b>-5%</b>

<b>Net Borç</b>	73.795	76.252	-3,2%	58.361	26,4%
-----------------	--------	--------	-------	--------	-------

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](http://www.vakifyatirim.com.tr) | [www.vkyanaliz.com](http://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 dayanılarak 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.