

# Şişecam

## Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 22,86TL  
12-ay Fiyat Hedefi: TRY30,40 (önceki TRY22,10)

## 2Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

Analist Kayahan Demirak

[KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr](mailto:KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr)

2Ç22 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	23,258	23,231	23,440	1A		3A	
FAVÖK	5,637	5,360	5,401	3A		SBB	
FAVÖK Marjı	24.24%	23.07%	23.04%				
Net Kar	5,379	3,978	4,010				

### İştiraklerin artan katkısı ve düşük etkin vergi oranı net karı destekledi

Şişecam 2Ç22'de beklentilerin oldukça üzerinde 5,38 milyar TL net kar açıkladı (2Ç22 net kar:1,39 milyar TL). Açıklanan net kar piyasa beklentisi olan 3,98 milyar TL ve bizim beklentimiz olan 4,01 milyar TL'nin oldukça üzerinde gerçekleşti. Net kar tarafında sapma beklentimizden düşük gelen etkin vergi oranı (Gerçekleşen: %3,6; Beklenti: %20,0) ve iştiraklerin artan net kar katkısından (2Ç22: 301mn TL katkı; 2Ç21: 66mn TL katkı). Operasyonel sonuçlar da beklentilerin hafif üzerinde gerçekleşti.

2Ç22 konsolide ciro, beklentilere paralel yıllık %228 artışla 23,26 milyar TL'ye ulaştı (Ak Yatırım: 23,44 milyar TL; Piyasa beklentisi: 23,23 milyar TL). ABD'de yapılan satın alma etkisi hariç bakıldığında ciro artışı %191 oldu. Özellikle mimari cam ve kimyasallar iş kollarında artan maliyetlerin ürün fiyatlarına yansıtılması güçlü ciro artışını destekledi.

2Ç22 FAVÖK beklentilerin hafif üzerinde yıllık %204 artışla 5,64 milyar TL'ye yükseldi (Ak Yatırım: 5,40 milyar TL, Piyasa: 4,36 milyar TL). 2Ç22 FAVÖK marjı yıllık 1,9 puan düşüşle %24,2 oldu. Sisecam Resource LP'nin konsolidasyonu 601mn TL'lik ek FAVÖK katkısı getirdi. Mimari cam ve kimyasallar iş kolları konsolide FAVÖK'ün %74'ünü oluşturdu. Şişecam Resource LP'nin konsolidasyonu 601mn TL'lik ek FAVÖK katkısı getirdi. Satın alma etkisi hariç organik FAVÖK artışı %171 oldu.

Net borç, 1Ç22'deki 876mn dolardan 2Ç22'de 996mn dolara yükseldi. Temettü ödemesi borç tarafında hafif artışta etkili oldu. Şirketin yılsonu Net borç /FAVÖK oranının 1,0x olmasını bekliyoruz, yoğun yatırım planları öncesinde oldukça rahat bir seviye.

**Yorum ve öneri:** Sonuçlara piyasa tepkisinin olumlu olmasını bekliyoruz. Özellikle düz cam ve kimyasallar iş kolunda yapılan fiyat artışlarının (oluşan fiyatlamların) ve Türkiye'deki rekabetçi üretim bazının şirketin finansal performansı kısa vadede desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Ruble'nin dolar karşısında değer kazanmasının cam ambalaj iş kolunu yılın geri kalanında olumlu etkileyeceğini düşünüyoruz. Diğer yandan küresel ekonomik yavaşlama ve özellikle arz kaynaklı sorunlar nedeniyle Avrupa'da yüksek kalması muhtemel enerji fiyatları nedeniyle 2023'ün daha zorlu bir yıl olacağını düşünüyoruz. Şirket 2022'de zamanlı hedge işlemleriyle enerji fiyat artışlarından kısmen korunmayı ve maliyet artışlarını ürün fiyatlarına büyük ölçüde yansıtmayı başardı. Şişecam için öngörülerimizi yeni makro tahminlerimiz ve ürün fiyatlarında yaptığımız yukarı yönlü revizyonlar neticesinde güncelledik. 12 aylık hedef fiyatımızı 22,1TL'den 30,4 TL'ye revize ettik ve Endeksin Üzerinde Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Özet Tablo

Bloomberg Kodu					SISE TI
<b>Tavsiye</b>					<b>Endeksin Üzerinde Getiri</b>
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>					<b>TRY30.40 (önceki TRY22.10)</b>
Son kapanış, TL/hisse					22.86
Yukarı potansiyel					%33
Halka açıklık oranı					%49
Piyasa değeri, TL mn					70,025
Firma değeri, TL mn					84,037
<b>Finansal veriler</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>	
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>					
Ciro	21,341	32,058	84,206	108,121	
FAVÖK	4,405	7,562	19,932	22,349	
Net kar	2,138	9,133	14,812	15,802	
Net borç	3,911	10,505	20,150	30,890	
Net borç/FAVÖK	0.9	1.4	1.0	1.4	
FAVÖK marjı	%20.6	%23.6	%23.7	%20.7	
Net marj	%10.0	%28.5	%17.6	%14.6	
Ciro, y/y	%18	%50	%163	%28	
FAVÖK, y/y	%15	%72	%164	%12	
Net kar, y/y	%12	%327	%62	%7	
F/K	6.7	2.9	4.7	4.4	
FD/FAVÖK	4.2	4.9	4.5	4.5	
FD/Ciro	0.9	1.2	1.1	0.9	

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Bölgümlere göre ciro; TLmn	2Ç22	2Ç21	y/y	1Ç22	ç/ç	1Y22	1Y21	y/y
Mimari Cam	6,678	2,097	218%	5,085	31%	11,763	3,838	206%
Oto Cam	1,677	809	107%	1,254	34%	2,931	1,556	88%
Ev Eşyası	2,533	1,061	139%	1844	37%	4,377	1,855	136%
Cam Ambalaj	4,257	1,813	135%	2,700	58%	6,957	3,038	129%
Kimyasallar	8,047	1,635	392%	5,819	38%	13,866	3,038	356%
<b>Toplam</b>	<b>23,258</b>	<b>7,091</b>	<b>228%</b>	<b>16,974</b>	<b>37%</b>	<b>40,232</b>	<b>12,777</b>	<b>215%</b>

Bölgümlere göre FAVÖK; TLmn	2Ç22	2Ç21	y/y	1Ç22	ç/ç	1Y22	1Y21	y/y
Mimari Cam	2075	613	238%	1709	39%	3784	1073	253%
FAVÖK marj	31.1%	29.2%		33.60%		32.2%	28.0%	
Oto Cam	112	53	111%	8	a.d	120	77	55%
FAVÖK marj	6.7%	6.6%		0.70%		4.1%	5.0%	
Ev Eşyası	436	242	80%	431	63%	867	410	112%
FAVÖK marj	17.2%	22.8%		23.40%		19.8%	22.1%	
Cam Ambalaj	733	495	48%	554	17%	1,287	813	58%
FAVÖK marj	17.2%	27.3%		20.50%		18.5%	26.8%	
Kimyasallar	2075	460	351%	1478	315%	3,553	839	324%
FAVÖK marj	25.8%	28.1%		25.40%		25.6%	27.6%	
<b>Toplam</b>	<b>5,637</b>	<b>1855</b>	<b>204%</b>	<b>4456</b>	<b>7%</b>	<b>10,094</b>	<b>3,189</b>	<b>216%</b>

Temel Finansal Göstergeler	2Ç22	2Ç21	y/y	1Ç22	ç/ç	1H22	1H21	y/y
<b>Temel K/Z Kalemleri</b>								
Net Satışlar (mn.)	23,258	7,091	228%	16,974	37%	40,232	12,777	215%
Brüt Kar (mn.)	8,789	2,617	236%	6,853	28%	15,642	4,553	244%
FAVÖK (mn.)	5,637	1,855	204%	4,456	26%	10,094	3,189	216%
Net Kar (mn.)	5,379	1,395	286%	3,576	50%	8,955	2,743	226%
<b>Temel Bilanço Kalemleri</b>								
Net Nakit (mn.)	-16,599	-3,404	388%	-12,833	29%	-16,599	-3,404	388%
İşletme Sermayesi (mn.)	22,593	8,095	179%	16,177	40%	22,593	8,095	179%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn.)	4,275	7,528	-43%	6,711	-36%	4,275	7,528	-43%
Faaliyetlerden Nakit Akışı (mn.)	4,653	1,964	137%	-153	n.m.	4,500	2,462	83%
Serbest Nakit Akışı (mn.)	1,137	2,640	-57%	-737	n.m.	400	2,881	-86%
Net Nakit Değişimi (mn.)	1,106	753	47%	1,369	-19%	2,475	1,872	32%
<b>Temel Finansal Oranlar</b>								
Brüt Marj	37.8%	36.9%	0.9ppt	40.37%	-2.6ppt	38.9%	35.6%	3.2ppt
FAVÖK Marjı	24.2%	26.2%	-1.9ppt	26.25%	-2.0ppt	25.1%	25.0%	0.1ppt
Net Marj	23.1%	19.7%	3.5ppt	21.07%	2.1ppt	22.3%	21.5%	0.8ppt
Aktif Karlılığı - TTM	18.6%	9.6%	9.0ppt	16.76%	1.8ppt	18.6%	9.6%	9.0ppt
Özkaynak Karlılığı - TTM	40.7%	20.0%	20.6ppt	35.73%	4.9ppt	40.7%	20.0%	20.6ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - TTM	38.0%	32.0%	5.9ppt	37.32%	0.6ppt	38.0%	32.0%	5.9ppt
Net Borç/FAVÖK - TTM	1.1	0.6	0.6ppt	1.20	-0.1ppt	1.1	0.6	0.6ppt

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzere rinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020