

Şişecam

Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 36,86TL
12-ay Fiyat Hedefi: 59,50TL

Analist Kayahan Demirak

KayahanAzmi.Demirak@akyatirim.com.tr

1Ç23 Bilanço Değerlendirmesi

1Ç23 beklenti – gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
milyon TL	Gerçek	Anket	Ak Yat.				
Net Satışlar	28,365	27,719	27,920	1A	-10%	40%	25%
FAVÖK	5,708	4,854	4,931	3A	-10%	38%	25%
Marj	20.1%	17.5%	17.7%	SBB	-15%	28%	18%
Net Kar	2,364	2,139	2,068			1Ç23	35%

Beklentilerin üzerinde operasyonel karlılık

-Şişecam 1Ç23'de beklentilerin hafif üzerinde 2,36 milyar TL net kar açıkladı (1Ç23 net kar: 3,57 milyar TL). Açıklanan net kar piyasa beklentisi olan 2,14 milyar TL ve bizim beklentimiz olan 2,07 milyar TL'nin üzerinde gerçekleşti. **Net kar tarafındaki sapma beklentimizin üzerinde gerçekleşen faaliyet karlılığından kaynaklandı. Net karda yıllık bazda düşüşün başlıca nedenleri; i) efektif vergi oranını %35,8'e çıkaran 951 milyon TL deprem vergisi, ii) 225 milyon TL deprem bağışi ve iii) daha düşük gerçekleşen net kur farkı geliri oldu.**

1Ç23 konsolide ciro, beklentilere paralel yıllık %67 artışla 28,36 milyar TL oldu (Ak Yatırım: 27,92 milyar TL; Piyasa beklentisi: 27,72 milyar TL). Mimari cam satış hacmi yıllık %27 daraldı (şirket, düşüşün yaklaşık %50'sinin mevsimsellikten kaynaklandığını öngörüyor). Yüksek baz etkisi, tüm faaliyet bölgelerinde zayıflayan inşaat aktivitesi ve düşen navlun maliyetleriyle desteklenen ithal ürünlerin artan rekabeti, satış hacimlerini olumsuz etkiledi. Ağırıklı ortalama ürün fiyatı, maliyet odaklı fiyat ayarlamalarının devam eden etkisi sayesinde Avro bazında %30 arttı. Kimyasallar iş kolunda konsolide soda külü satışları, özellikle Türkiye'de cam sektörü talebinin planlanandan düşük olması nedeniyle %8 oranında geriledi. Sentetik ve doğal soda külü ortalama ton fiyatları dolar bazında sırasıyla %62 ve %32 arttı. Diğer yandan, Avrupalı sentetik soda külü üreticilerinin açıkladıkları fiyat indirimleri, talepteki yavaşlama ve ithal ürünlerin artan bulunabilirliği nedeniyle 2Ç23'te ortalama ton başına fiyatlar hafif geriledi. Cam ambalaj iş kolunda konsolide satış hacmi, esas olarak yurt içi (Türkiye) satışlarındaki %23'lük düşüş nedeniyle, bir önceki yıla göre %10 geriledi. Türkiye'den ihracat ve uluslararası satışlar ise %2 artış gösterdi. Ortalama ton başına satış fiyatları tüm bölgelerde dolar bazında yıllık %46 arttı. Cam Ev Eşyası iş kolunda satış hacimleri, ön çekilen talep etkisiyle yıllık bazda %7 artış gösterdi. **Genel olarak, yüksek baz, Türkiye'deki deprem etkisi, artan küresel rekabet ve zorlu makro koşulları yansıtan belirsiz talep görünümü, ana iş kollarının satış performansı üzerinde baskı oluşturdu.** Fiyat artışları ciro büyümesini destekleyen temel faktör oldu.

-1Ç23 FAVÖK beklentilerin üzerinde yıllık %29 artışla 5,71 milyar TL'ye yükseldi (Ak Yatırım: 4,93 milyar TL, Piyasa: 4,85 milyar TL). **Kimyasallar iş kolunda beklentimizin üzerinde gerçekleşen karlılık FAVÖK tarafında sapmanın temel sebebi oldu.** 1Ç23 FAVÖK marjı, yüksek baz etkisi kaynaklı yıllık 5,9 puan gerileyerek %20,1 oldu. Enerji fiyatlarının daha yüksek seyrettiği dönemden gelen stoklar ve neredeyse tüm iş kollarındaki zayıf satış hacmi marjlar üzerinde baskı oluşturan temel faktörler.

Net borç, 4Ç22'deki 911mn dolar seviyesinden, 1Ç23'de 1138mn dolara yükseldi. Mevsimsel olarak zayıf nakit akışı, devam eden yatırımlar ve USD karşısında güçlenen EUR net borç artışında etkili oldu. Net borç /FAVÖK oranı 0,7x'den 0,9x'a yükseldi. **Şirket, 4Ç22'deki 4,4 milyar TL net kısa döviz pozisyonuna (233mn dolar) kıyasla 1Ç23'ü 7,6 milyar TL net uzun döviz pozisyonu (396mn dolar) ile kapattı. Bunun başlıca nedeni, Şişecam Chemicals USA ve Şişecam Investment BV gibi yabancı bağlı ortaklıkların net varlıklarını bir riskten korunma kalemi olarak dikkate alan, riskten korunma muhasebesinin uygulanmasıdır.**

Yorum ve öneri: Sonuçlara piyasa tepkisinin, operasyonel sonuçlar beklentilerin üzerinde gerçekleştiği için hafif olumlu olmasını bekliyoruz. Şişecam için tahminlerimiz ve hedef fiyatımızda bir revizyona gitmedik. Hisse başı 59,5 TL 12 aylık fiyat hedefimizi ve Endeks Üzeri Getiri tavsiyemizi koruyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
Satış Gelirleri	16,974	23,258	26,047	29,070	28,365	32,058	95,349
Brüt Kar	6,648	8,789	9,883	8,185	9,576	11,180	33,710
Operasyonel Giderler	3,279	4,184	5,355	5,553	5,293	5,679	18,356
Faaliyet Karı	3,370	4,605	4,528	2,632	4,283	5,501	15,354
Amortisman ve İtfa Payları	1,052	1,032	1,203	1,998	1,425	2,061	5,101
FAVÖK	4,422	5,637	5,731	4,631	5,708	7,562	20,455
Operasyonel Olmayan Gelir/ (Gider)	271	1,287	1,008	1,899	-122	5,484	4,408
Vergi Öncesi Kar	3,641	5,892	5,536	4,531	4,161	10,984	19,762
Vergi Geliri/ (Gideri)	62	-203	-363	875	-1,425	-1,853	371
Vergi Sonrası Net Kar	3,703	5,689	5,173	5,406	2,736	9,131	20,133
Azınlık Payları	133	310	372	-182	372	91	788
Net Kar	3,570	5,379	4,801	5,589	2,364	9,040	19,345
Büyüme (Yıllık)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
Satış Gelirleri	198.5%	228.0%	216.3%	163.2%	67.1%	50.2%	197.4%
Operasyonel Giderler	210.2%	232.5%	281.0%	183.6%	61.4%	45.4%	223.2%
Faaliyet Karı	283.5%	239.0%	207.2%	47.1%	27.1%	99.7%	179.1%
FAVÖK	231.5%	203.8%	189%	94%	29.1%	71.7%	170.5%
Net Kar	164.8%	285.6%	255.0%	13.0%	-33.8%	322.8%	114.0%
Karlılık / Rasyo Analizi	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
Brüt Kar Marjı	39.2%	37.8%	37.9%	28.2%	33.8%	34.9%	35.4%
Operasyonel Gider Marjı	19.3%	18.0%	20.6%	19.1%	18.7%	17.7%	19.3%
Faaliyet Kar Marjı	19.9%	19.8%	17.4%	9.1%	15.1%	17.2%	16.1%
FAVÖK Marjı	26.0%	24.2%	22.0%	15.9%	20.1%	23.59%	21.45%
Efektif Vergi Oranı	-1.7%	3.5%	6.5%	-19.3%	34.2%	16.9%	-1.9%
Net Kar Marjı	21.0%	23.1%	18.4%	19.2%	8.3%	28.2%	20.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	0.2%	20.0%	13.0%	15.9%	2.0%	7.6%	13.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-3.3%	4.9%	2.3%	14.4%	-4.4%	-11.1%	5.4%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	1%	83%	59%	100%	10%	32%	61%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	6.9%	6.8%	7.0%	10.3%	9.5%	7.6%	7.9%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-17.8%	-21.0%	-11.9%	-1.8%	-17.6%	-3.0%	-12.1%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2021	2022
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	32	4,653	3,378	4,626	575	2,443	12,504
Düzeltilme Öncesi Kar	3,865	5,689	5,173	5,406	2,736	9,224	20,133
Amortisman ve İtfa Payları	1,052	1,032	1,203	1,998	1,425	2,061	5,101
İşletme Sermayesindeki Değişim	-3,028	-4,883	-3,104	-530	-4,979	-950	-11,544
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,857	2,815	105	-2,249	1,393	-7,893	-1,186
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-584	-3,516	-2,777	-443	-1,822	-5,991	-7,319
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,179	-1,580	-1,819	-2,996	-2,689	-2,438	-7,572

Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	594	-1,936	-958	2,553	867	-3,554	253
Serbest Nakit Akımı	-552	1,137	601	4,183	-1,247	-3,549	5,185
Finansman Faaliyetlerden Nakit	966	-1,046	-671	4,935	-1,893	-2,540	4,183
Finansal Borçlardaki Değişim	1,708	2,072	1,200	3,917	-273	-1,544	8,897
Temettü	-354	-1,257	-659	-152	-253	-532	-2,421
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-387	-1,862	-1,213	1,169	-1,367	-463	-2,293
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	1,369	1,106	1,633	8,313	-2,914	3,434	12,422

Bilanço (milyon TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23
Dönen Varlıklar	42,922	56,315	64,508	73,610	73,481
Nakit ve Nakit Benzerleri	14,227	15,482	16,890	25,245	22,329
Finansal Yatırımlar	2,694	4,833	5,871	3,828	3,238
Ticari Alacaklar	12,067	17,287	19,379	19,840	20,639
Stoklar	10,181	13,122	15,989	19,252	22,308
Diğer Dönen Varlıklar	6,447	10,425	12,250	9,273	8,206
Duran Varlıklar	56,617	66,484	70,732	90,335	93,480
Finansal Yatırımlar	1,179	1,259	947	801	835
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,796	2,124	1,713	1,891	1,998
Maddi Duran Varlıklar	32,327	37,667	39,821	54,566	56,273
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	16,235	18,319	20,135	21,743	22,346
Diğer Duran Varlıklar	5,079	7,115	8,117	11,334	12,028
Toplam Varlıklar	99,539	122,799	135,240	163,945	166,962
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,578	32,631	36,113	35,524	39,574
Finansal Borçlar	12,103	17,789	19,430	18,588	20,594
Ticari Borçlar	6,071	7,817	9,390	11,331	9,841
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,404	7,026	7,293	5,605	9,139
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,895	24,044	25,857	33,294	32,346
Finansal Borçlar	18,830	20,383	21,973	28,324	27,590
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,064	3,661	3,884	4,969	4,756
Özkaynaklar	54,067	66,124	73,270	95,128	95,041
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	43,021	53,586	59,148	76,528	76,489
Azınlık Payları	11,045	12,537	14,123	18,600	18,552
Toplam Kaynaklar	99,539	122,799	135,240	163,945	166,962
Yatırım Sermayesi (IC)	73,837	92,475	101,667	121,765	125,653
İşletme Sermayesi	16,177	22,593	25,978	27,761	33,105
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri Dahil)	37%	38%	34%	29%	31%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	17,220	25,991	30,935	31,429	32,173
Toplam Borç	30,934	38,172	41,403	46,912	48,185
Net Borç / (Nakit)	14,012	17,858	18,642	17,839	22,618
Net Borç / G12A FAVÖK	1.3	1.2	1.0	0.9	1.0
Net Borç / Özkaynaklar	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	6,711	4,275	1,226	-4,350	7,575

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda 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, o kuyucuların, 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 üzerinden 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