

| Sektör | Sektör Görüşü | Rapor Türü       | İlgili Hisseler          |
|--------|---------------|------------------|--------------------------|
| Cam    | Pozitif       | Başlangıç Raporu | ANACM, SODA, TRKCM, SISE |

Cam sektörüne ilişkin bu raporumuz ile birlikte Anadolu Cam (ANACM), Soda Sanayi (SODA), Trakya Cam (TRKCM) ve Şişe Cam'ı (SISE) takip listemize ekliyoruz.

İnşaat, otomotiv, beyaz eşya, gıda, içecek gibi birçok sektöre girdi veren cam sektörü, aynı zamanda enerji ve sermaye yoğun sektörler arasında yer almaktadır. Fırınlara kesintisiz çalışmak zorunda olması, yenileme, bakım, modernizasyon ve yeni kapasite yatırımlarının yüksek sermaye ihtiyacı gerektirmesi ise sektöre girişleri zorlaştıran unsurlardır.

Faaliyet gösterdikleri cam ambalaj, düzcam, soda külü ve krom kimyasalları ile cam ev eşyası alanlarında hem yurtiçinde hem de küresel pazarlarda lider kuruluşlar olan Şişecam Grubu, aynı zamanda da sektörün en önemli ihracatçı şirketleri konumundadır. Yurtiçi kapasiteleri yanı sıra küresel oyuncu olma adına yurtdışında satın almalar ve yatırımları ile büyüyen Şişecam Grubu şirketleri yurtiçi pazarda olası daralmaları da ihracat kanalıyla telafi edebilmektedirler.

**Riskler ve destekleyici unsurlar** - Ekonomide 2018-2020 yılları arasında görülmesi beklenen dengelenme sürecinin getireceği zorlu koşullar, ihracat pazarlarında jeopolitik risklerdeki artış, döviz ve faizlerde şirketler için fiyatlamaya yapmayı zorlaştıran sert hareketler, enerji yoğun sektör olması nedeniyle doğalgaz ve elektrik fiyatlarında gözlenecek yüksek artışlar cam sektörünü olumsuz etkileyebilecek riskler arasındadır. Ekonomide normal pazar koşullarına geçiş sürecinin kısa sürmesi, tüketici güveninde iyileşme ve küresel risklerdeki azalış sektörü destekleyen unsurlardır.

- **Anadolu Cam (ANACM), hedef fiyat 4,29 TL, öneri AL** - Yurtiçi cam ambalaj pazarında gıda ve içecek sektörü ağırlıklı satış portföyü bulunan Anadolu Cam, Rusya ve Gürcistan pazarında da pazar lideri konumundadır. Rusya'da ağırlıklı olarak içecek sektörüne satış yapan şirketin, talebin büyümediği Rusya pazarında önümüzdeki yıllarda da pazar payı kazanımlarını sürdüreceğini öngörüyoruz. Anadolu Cam'ın, Türkiye ekonomisinde yeniden dengelenme sürecinde, konumlandığı sektörlerin defansif konumu nedeniyle ön plana çıkacağını düşünüyoruz. 4,29 TL/hisse hedef fiyatımıza göre %47 yükseliş potansiyeli taşıyan hisse için kısa vadede Endeks Üzeri Getiri, uzun vadede ise AL önerisinde bulunuyoruz.
- **Soda Sanayi (SODA), hedef fiyat 10,38 TL, öneri AL** - Türkiye'de %48 ile soda külünde pazarın lideri, Avrupa'da ise %15 pazar payı ile 4. konumdaki şirket, krom kimyasalları tarafında ise hem Türkiye hem de Avrupa'da pazar lideri konumundadır. Ayrıca, bu segment altındaki ana ürünlerden olan BCS'de dünya lideridir. Cam sektörünün ana girdisi konumundaki soda külünde global ölçekte bir şirket olan Soda Sanayi'nin, gelirlerinin %86'sı (%46'sı \$, %40 €) yabancı para bazlı olması, buna karşılık maliyetlerin %60'ının yabancı para bazında seyretmesi, TL'de değer kayıpları yaşandığı dönemlerde şirketin ciro ve karlılığını pozitif etkilemektedir. Şirketi, 10,38 hisse başı fiyat hedefimize göre %51 iskontolu işlem görmesi nedeniyle kısa vadede Endeks Üzeri Getiri, uzun vadede ise AL önerisinde bulunarak izleme listemize ekliyoruz.
- **Trakya Cam (TRKCM), hedef fiyat 4,09 TL, öneri TUT** - Düzcam'da küresel oyuncu olma adına satın almalarını sürdüren aynı zamanda da kapasite artırımlarına devam eden Trakya Cam, Türkiye'de %69, Avrupa'da ise %5 ile pazar payı ile lider konumdadır. Şirketin konsolide gelirlerinin %58'i uluslararası gelirlerden sağlanmaktadır. 2020 yılındaki soğuk tamirlerin tamamlanması sonrasında, kapasite ve ihracat kabiliyetiyle ekonomideki dengelenme sonrasında şirketin ön plana çıkabileceğini düşünüyoruz. Trakya Cam'ı kısa vadede Endekse Paralel Getiri, uzun vadede ise TUT önerisinde bulunarak izleme listemize ekliyoruz.
- **Şişe Cam (SISE), hedef fiyat 6,35 TL, öneri TUT** - Küresel Cam sektörünün en büyük oyuncularından biri olan şirket, cam sektöründe tüm faaliyet gösterdiği alanlarda yurtiçinde pazar lideri şirketleri altında konsolide etmektedir. Güçlü sermaye ve borçluluk oranlarıyla birlikte yurtiçi talepte 2018-2020 yılları arasında görülmesi beklenen yeniden dengelenme sürecini de, halka açık bağlı ortaklarıyla ve kapalı olan Paşabahçe ile birlikte başarılı bir şekilde yönetebileceğini öngördüğümüz Şişe Cam'ın, Net Aktif Değerini hisse başına 6,35 TL olarak hesaplıyoruz. Hedef değerimize göre %23 iskontolu işlem gören Şişe Cam'ı, kısa vadede Endekse Paralel Getiri, uzun vadede ise TUT önerisiyle izleme listemize dahil ediyoruz.

| Şirket      | Piyasa Değeri<br>(mn TL) | Kapanış | Hedef<br>Fiyat | Yükselme<br>Potansiyeli (%) | KV Öneri / UV Öneri        |
|-------------|--------------------------|---------|----------------|-----------------------------|----------------------------|
| Anadolu Cam | 2.190                    | 2,92    | 4,29           | 47%                         | Endeks Üzeri Getiri/AL     |
| Soda Sanayi | 6.890                    | 6,89    | 10,38          | 51%                         | Endeks Üzeri Getiri/AL     |
| Trakya Cam  | 3.875                    | 3,10    | 4,09           | 32%                         | Endekse Paralel Getiri/TUT |
| Şişe Cam    | 11.655                   | 5,18    | 6,35           | 23%                         | Endekse Paralel Getiri/TUT |

## İçindekiler

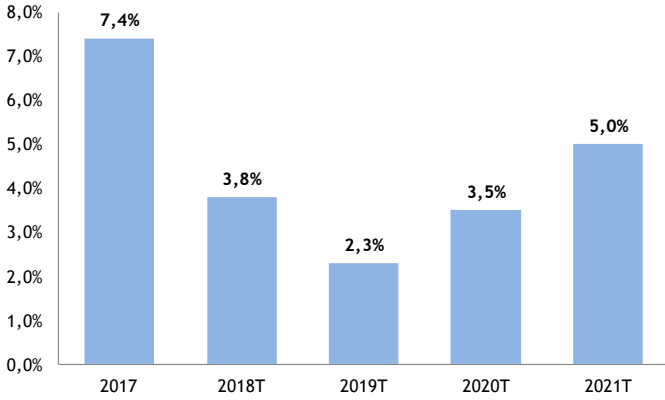
|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| Değerleme Özeti...                                                             | 3  |
| Anadolu Cam: Defansif konumu ile ön plana çıkabilir .....                      | 8  |
| Değerleme .....                                                                | 12 |
| Soda Sanayi: Döviz ağırlıklı gelirleri, finansal performansını artırıyor ..... | 13 |
| Değerleme .....                                                                | 18 |
| Trakya Cam: Satınalma ve kapasite artırımları devam ediyor .....               | 19 |
| Değerleme .....                                                                | 23 |
| Şişe Cam: Düşük kaldıraç kullanımı avantaj sağlayacak .....                    | 24 |
| Değerleme .....                                                                | 27 |

## Değerleme Özeti...

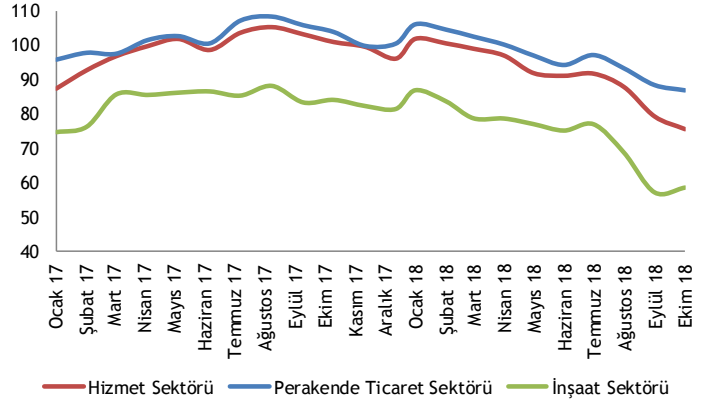
|                                   | Anadolu Cam         | Soda Sanayi         | Trakya Cam             | Şişe Cam               |
|-----------------------------------|---------------------|---------------------|------------------------|------------------------|
|                                   | ANACM               | SODA                | TRKCM                  | SISE                   |
| Vakıf Yatırım Hedef Fiyat - TL    | 4,29                | 10,38               | 4,09                   | 6,35                   |
| Mevcut Hisse Başı Fiyat - TL      | 2,92                | 6,89                | 3,10                   | 5,18                   |
| Getiri Potansiyeli                | 47%                 | 51%                 | 32%                    | 23%                    |
| Kısa Vadeli Öneri                 | Endeks Üzeri Getiri | Endeks Üzeri Getiri | Endekse Paralel Getiri | Endekse Paralel Getiri |
| Uzun Vadeli Öneri                 | AL                  | AL                  | TUT                    | TUT                    |
| Satış Geliri Beklentileri - mn TL |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 3.190               | 3.353               | 5.944                  | 15.440                 |
| 2019T                             | 3.910               | 4.442               | 6.694                  | 18.529                 |
| 2020T                             | 4.446               | 4.938               | 7.603                  | 20.827                 |
| FAVÖK Beklentileri - mn TL        |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 763                 | 1.110               | 1.145                  | 3.338                  |
| 2019T                             | 900                 | 1.303               | 1.276                  | 3.855                  |
| 2020T                             | 1.000               | 1.442               | 1.437                  | 4.292                  |
| Net Kar Beklentileri - mn TL      |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 431                 | 1.744               | 1.059                  | 2.989                  |
| 2019T                             | 497                 | 1.810               | 990                    | 3.336                  |
| 2020T                             | 620                 | 1.965               | 1.120                  | 3.709                  |
| Büyüme Beklentileri               |                     |                     |                        |                        |
| Satış Geliri Büyümesi             |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 32%                 | 37%                 | 37%                    | 35%                    |
| 2019T                             | 23%                 | 33%                 | 13%                    | 20%                    |
| 2020T                             | 14%                 | 11%                 | 14%                    | 12%                    |
| FAVÖK Büyümesi                    |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 41%                 | 80%                 | 29%                    | 36%                    |
| 2019T                             | 18%                 | 17%                 | 12%                    | 15%                    |
| 2020T                             | 11%                 | 11%                 | 13%                    | 11%                    |
| Net Kar Büyümesi                  |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 138%                | 164%                | 72%                    | 141%                   |
| 2019T                             | 15%                 | 4%                  | -7%                    | 12%                    |
| 2020T                             | 25%                 | 9%                  | 13%                    | 11%                    |
| Marj Beklentileri                 |                     |                     |                        |                        |
| FAVÖK Marjı                       |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 23,92%              | 33,10%              | 19,26%                 | 21,62%                 |
| 2019T                             | 23,02%              | 29,33%              | 19,06%                 | 20,80%                 |
| 2020T                             | 22,49%              | 29,20%              | 18,90%                 | 20,61%                 |
| Net Kar Marjı                     |                     |                     |                        |                        |
| 2018T                             | 13,51%              | 52,01%              | 17,82%                 | 19,36%                 |
| 2019T                             | 12,71%              | 40,75%              | 14,79%                 | 18,00%                 |
| 2020T                             | 13,95%              | 39,79%              | 14,73%                 | 17,81%                 |

- **2018-2020 döneminde ekonomide yeniden dengelenme süreci beklenmektedir** - 2017 yılını %7,4 büyüme ile tamamlayan Türkiye ekonomisi, 2018 yılının ilk yarısını da %6,3 büyüme ile tamamlamıştır. Yeni Ekonomi Programı'nda yeniden dengelenme süreci olarak ifade edilen 2018-2020 yılları arasında, Türkiye ekonomisinin 2018 yılını %3,8, 2019 yılını %2,3 büyüme ile tamamlaması, 2020 yılında ise %3,5 büyüme göstermesi beklenmektedir. 2018-2020 döneminde görülmesi beklenen dengelenme sürecine yönelik işaretler ise sektörel güven endekslerine yansımaktadır.

Grafik 1- Büyüme Beklentileri



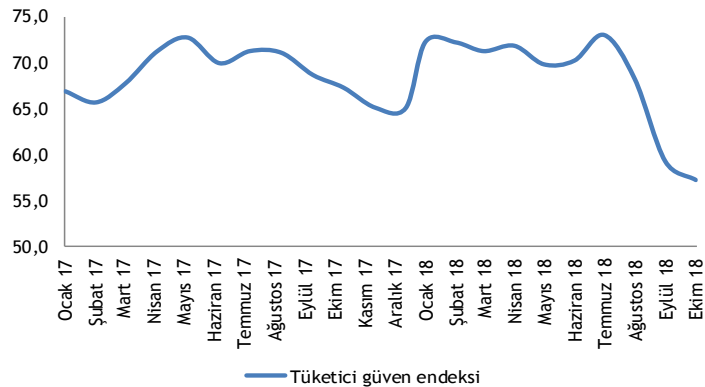
Grafik 2 - Sektörel Güven Endeksleri



Kaynak: Hazine, TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma

Hizmet, perakende ticaret ve inşaat sektörlerine yönelik güven endekslerinde 2018 yılının 2. çeyreğinden itibaren keskinleşen düşüş trendi, yeniden dengelenmeye doğru gidildiğini göstermektedir. Tüketici güveninin de benzer bir seyir izlediğini, dolayısıyla da tüketici güvenindeki gerilemenin yurtiçi talebi de önümüzdeki çeyrekte baskılayacağı öngörülebilir.

Grafik 3 - Tüketici Güven Endeksi



Kaynak: TÜİK, Vakıf Yatırım Araştırma

Dengelenme sürecinde, daralan talep ve ekonomik aktivite ile birlikte *i) yurtiçinde güçlü pazar payına ve fiyatlama gücüne sahip, ii) ihracat pazarlarında söz sahibi ve ihracat gelirlerinin toplam gelirleri içindeki payı yüksek, ii) düşük borçluluk ve yüksek likidite düzeyine sahip*, şirketlerin ön plana çıkması ve bu şirketlerin de yurtiçi dengelenme sürecini de en hafif hasarla atlattığı beklenir.

- **Şişecam Topluluğu şirketleri cam sektörünün lider kuruluşlarıdır** - İnşaat, otomotiv, beyaz eşya, gıda, içecek gibi bir çok sektöre girdi veren Şişecam Topluluğu şirketlerinden; gıda, içecek ve eczacılık gibi daha defansif sayılabilecek sektörlere girdi veren **Anadolu Cam** cam ambalaj sektöründe, inşaat, otomobil, beyaz eşya ve enerji sektörüne girdi veren **Trakya Cam** düzcam pazarında, soda külü ile cam, tekstil, deterjan, krom ürünleri ile de mobilya ve metal kaplama sektörlerine girdi veren **Soda Sanayi** cam kimyasalları tarafında ve **Şişe Cam** altında konsolide edilen Paşabahçe de cam ev eşyası faaliyet alanlarında yurtiçi pazarın liderleridir. Bu şirketler aynı zamanda yıllar itibariyle yaptıkları satınalmalar ve yeni kapasite yatırımları ile birlikte küresel cam sektöründe global bir oyuncu olma yolunda ilerlemektedir.

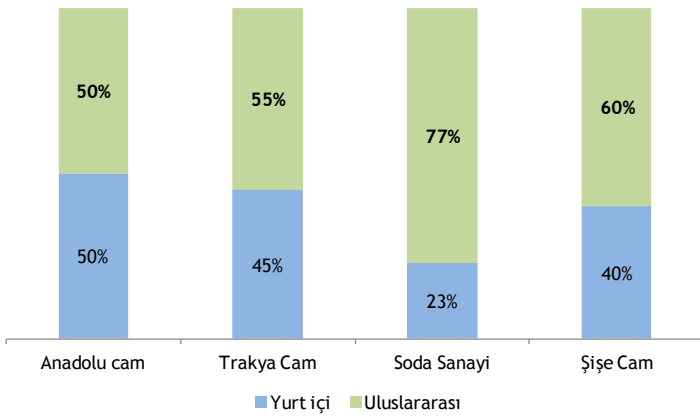
Tablo 1 - Şişecam Topluluğu Şirketlerinin Pazar Konumu

|                    | Türkiye | Avrupa | Küresel |
|--------------------|---------|--------|---------|
| <b>Anadolu cam</b> | 1.      | 5.     | 5.      |
| <b>Trakya Cam</b>  | 1.      | 1.     | 5.      |
| <b>Soda Sanayi</b> |         |        |         |
| Soda Külü          | 1.      | 4.     | 10.     |
| Bazık Krom Sülfat  | 1.      | 1.     | 1.      |
| Kromik Asit        | 1.      | 1.     | 4.      |
| <b>Paşabahçe</b>   | 1.      |        | 3.      |

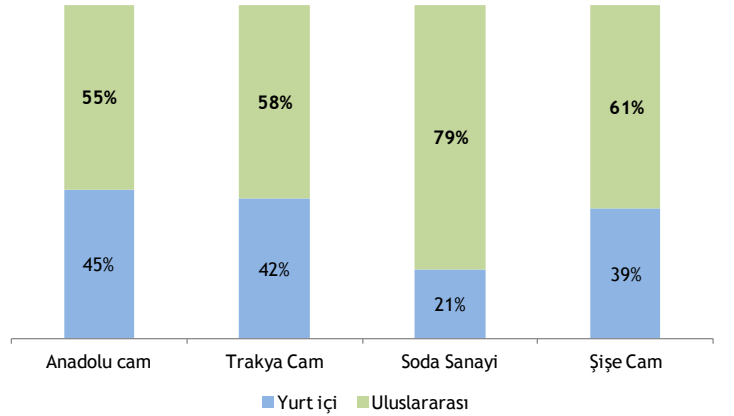
Kaynak: Topluluk şirketleri, Vakıf Yatırım Araştırma

- **Konsolide gelirler içinde uluslararası gelirlerin payı ağırlıktadır** - Topluluk şirketlerinin konsolide gelirler içinde uluslararası gelirlerinin payı bakımından 9A18 dönemi itibariyle %79 ile en yüksek paya sahip olan şirketin **Soda Sanayi** olduğunu görüyoruz. **Anadolu Cam'ın** konsolide gelirlerinin %55'i uluslararası gelirlerden elde edilirken, **Trakya Cam'ın** konsolide gelirlerinin %58'si uluslararası gelirlerden oluşmaktadır. **Şişe Cam** tarafında ise uluslararası gelirlerin konsolide gelirler içindeki payı %61 seviyesindedir.

Grafik 4 - Konsolide Gelirlerin Dağılımı, 2017



Grafik 5 - Konsolide Gelirlerin Dağılımı, 9A18



Kaynak: Topluluk şirketleri, Vakıf Yatırım Araştırma

Konsolide gelirler içinde uluslararası gelirlerin önemli boyutlarda olmasına bağlı olarak şirketlerin gelir ve maliyet yapılarında da yabancı para ağırlığı dikkat çekmektedir. SMM içinde TL bazlı maliyetleri en yüksek olan **Soda Sanayi'nin** gelirlerinin %86'sı dolar ve avro bazlıdır. Dolayısıyla da TL'nin değer kaybettiği dönemlerde şirketin ciro ve karlılığı bu durumdan pozitif etkilenmektedir. **Anadolu Cam** tarafına baktığımızda, gelir ve maliyetlerin parasal dağılımı, şirkete doğal hedge pozisyonu sağlamaktadır. **Trakya Cam** tarafında ise maliyetlerin parasal bazda dağılımında avro ağırlığı görsek de, yurtiçine gerçekleştirilen otocam satışlarının da avro bazlı olması, doğal hedge pozisyonunun bu şirket için de geçerli olduğunu göstermektedir.

Tablo 2 - Gelir ve SMM'nin Parasal Bazda Dağılımı, 9A18

|             | Anadolu Cam |            | Trakya Cam |            | Soda Sanayi |            |
|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|------------|
|             | Gelirler    | Maliyetler | Gelirler   | Maliyetler | Gelirler    | Maliyetler |
| TL          | 45%         | 44%        | 49%        | 26%        | 14%         | 41%        |
| EUR         | 10%         | -          | 39%        | 60%        | 40%         | 36%        |
| USD         | 5%          | 11%        | 5%         | 6%         | 46%         | 24%        |
| RUB & Diğer | 41%         | 45%        | 7%         | 9%         | -           | -          |

Kaynak: Topluluk şirketleri, Vakıf Yatırım Araştırma

- **9 aylık verilerde güçlü finansal performanslar gördük** - Yurtiçindeki fiyat artışları yanı sıra ihracat performansları ve kurdaki yükseliş ile birlikte uluslararası gelirlerin konsolide gelirler içinde paylarındaki yükseliş, 9A18'de Şişecam Topluluğu şirketlerinin ciro ve FAVÖK tarafında çift haneli büyümeler görmemizi beraberinde getirdi. Net kar tarafında ise **Anadolu Cam**, **Soda Sanayi** ve **Şişe Cam** tarafında %100'ü aşan artışlar izlerken, **Soda Sanayi'nin** net karı 9A18'de yıllık %249 yükseliş kaydetmiştir. 9A18 itibariyle en güçlü FAVÖK artışını gerçekleştiren **Soda Sanayi'nin** aynı zamanda, %29,7 ile grup içinde en yüksek FAVÖK marjına ulaşan şirket olduğunu görüyoruz.

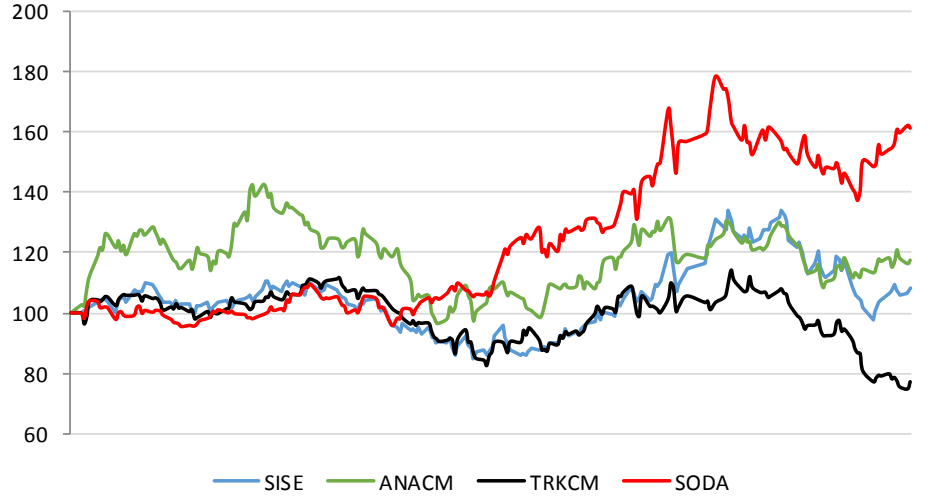
Tablo 4 - 9A18 Finansal Sonuçlar, mn TL

|             | Ciro  |        |     | FAVÖK |       |     | FAVÖK Marjı |       |      | Net Kar |       |      |
|-------------|-------|--------|-----|-------|-------|-----|-------------|-------|------|---------|-------|------|
|             | 9A17  | 9A18   | y/y | 9A17  | 9A18  | y/y | 9A17        | 9A18  | y/y  | 9A17    | 9A18  | y/y  |
| Anadolu Cam | 1.766 | 2.294  | 30% | 373   | 555   | 49% | 21,1%       | 24,2% | 3,1  | 167     | 377   | 126% |
| Trakya Cam  | 3.043 | 4.214  | 38% | 672   | 849   | 26% | 22,1%       | 20,1% | -1,9 | 423     | 780   | 84%  |
| Soda Sanayi | 1.796 | 2.443  | 36% | 458   | 724   | 58% | 25,5%       | 29,7% | 4,1  | 423     | 1.475 | 249% |
| Şişe Cam    | 8.115 | 11.083 | 37% | 1.823 | 2.479 | 36% | 22,5%       | 22,4% | -0,1 | 867     | 2.082 | 140% |

Kaynak: Topluluk şirketleri, Vakıf Yatırım Araştırma

- **Finansal performans hisse getirilerine yansıyor** - Yıl içinde sergilenen güçlü finansal performans, şirket hisselerinin BİST performansına da yansımıştır. **Soda Sanayi**, yıl içinde en iyi getiriyi sağlayan Topluluk şirketi olurken, **Anadolu Cam** ve **Şişe Cam** hisselerinin performansları da BİST'i yenmiştir. **Trakya Cam** hisseleri ise diğer Topluluk şirketlerinin hisselerinin altında bir getiri performansı sergilerken, aynı zamanda da BİST performansını da geçememiştir.

Grafik 6 - Şişecam Topluluğu Şirketlerinin BİST Performansı



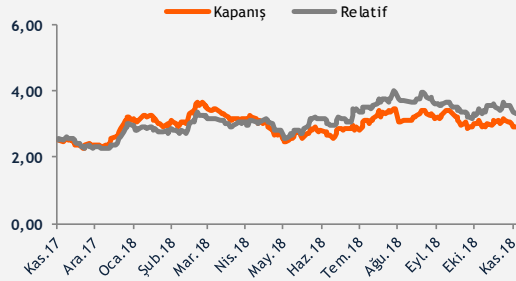
Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

20 Kasım 2018 Salı

|                      |                              |
|----------------------|------------------------------|
| Sektör               | : Cam Ambalaj                |
| Şirket               | : Anadolu Cam                |
| Hisse Kodu           | : ANACM - ANACM TI, ANACM IS |
| Fiyat (TL)           | : 2,92                       |
| Hedef Fiyatı (TL)    | : 4,29                       |
| Yükselme Potansiyeli | : 47%                        |
| Öneri / Kısa Vade    | : Endeks Üzeri Getiri        |
| Öneri / Uzun Vade    | : AL                         |
| Hisse Adedi (mn)     | : 750,0                      |
| HAO (%)              | : 23%                        |

Anadolu Cam, başta gıda ve içecek sektörleri olmak üzere birçok sektöre yönelik olarak çeşitli hacim ve renklerde cam ambalaj üretimi yapmaktadır. Yıllık toplam 2,5 mn ton üretim kapasitesi bulunan şirket, Türkiye'nin en büyük, dünyanın ve Avrupa'nın 5. büyük cam ambalaj üreticisi konumundadır. Türkiye'de 3, Rusya'da 5, Ukrayna ve Gürcistan'da 1'er olmak üzere toplam 10 üretim tesisi bulunmaktadır.

## Hisse Performansı



| Performans     | 1Ay   | 3Ay    | 12Ay  |
|----------------|-------|--------|-------|
| Mutlak %       | -6,11 | -4,89  | 15,25 |
| Relatif %      | -4,24 | -10,76 | 29,48 |
| En Yüksek (TL) | 3,18  | 3,43   | 3,64  |
| En Düşük (TL)  | 2,92  | 2,85   | 2,27  |

## Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları Şubat son hafta

Analist : VKY Araştırma  
İletişim : 0212 352 35 77  
: [vyarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:vyarastirma@vakifyatirim.com.tr)

## Anadolu Cam: Defansif konumu ile ön plana çıkabilir

Şişe Cam Grubu'nun cam ambalaj tarafında faaliyet gösteren şirketi Anadolu Cam, satışlarını gıda ve içecek sektörü ağırlıklı gerçekleştirmektedir ve Türkiye cam ambalaj sektöründe %62 pazar payı ile pazar lideridir. Anadolu Cam, aynı zamanda üretim yaptığı Rusya ve Gürcistan'da da pazar lideridir. Mersin tesisinde ek kapasite yatırımının 2019 yılının ortasında devreye girmesi ile Türkiye'deki kapasitesini yaklaşık %7 artırsa da, yurtiçi pazarda önümüzdeki birkaç yılda, önceki yıllara kıyasla (son 10 yıl ortalama talep büyümesi %9) daha yavaş bir büyüme beklenmesi nedeniyle şirket ihracat pazarlarına da odaklanmaktadır. Türk ekonomisinde önümüzdeki dönemde görülmesi beklenen yeniden dengeleme sürecinde, şirketin maliyet artışlarını fiyatlara yansıtabilme gücünü, iç talepteki olası daralmaları ihracat ile aşabilme kabiliyeti olmasını ve Rusya'da pazar payı kazanmasını değerli buluyoruz. Anadolu Cam'ı, 4,29 TL/hisse başı hedef fiyat ve "AL" önerisi ile izleme listemize alıyoruz. 2018 yılına ilişkin tahminlerimize göre hisse 6,2x F/K ve 5,7x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

| TRY      | Ciro (mnTL) | FAVÖK (mnTL) | HBK (TL) | HBT (TL) | F/K    | FD/FAVÖK |
|----------|-------------|--------------|----------|----------|--------|----------|
| 2015/12  | 1.552       | 287          | 0,07     | 0,00     | 52,2 x | 15,1 x   |
| 2016/12  | 1.828       | 340          | 0,61     | 0,00     | 5,9 x  | 12,8 x   |
| 2017/12  | 2.411       | 542          | 0,24     | 0,07     | 14,9 x | 8,0 x    |
| 2018/12T | 3.190       | 763          | 0,58     | 0,08     | 6,2 x  | 5,7 x    |
| 2019/12T | 3.910       | 900          | 0,66     | 0,08     | 5,4 x  | 4,8 x    |
| 2020/12T | 4.446       | 1.000        | 0,83     | 0,08     | 4,3 x  | 4,3 x    |

- **Yurtiçinde yeni kapasite 1Y19 sonunda devreye alınacak** - Anadolu Cam, Mersin fabrikasında 18 mn \$ tutarında 80 bin ton/yıl yeni kapasite yatırımı ile yurtiçinde üretim kapasitesini yaklaşık %7 artırmış olacak. Anadolu Cam, son yıllarda, Park Cam'ın da pazara girişiyle birlikte rekabetin artmasına karşılık sektör liderliğini sürdürmektedir. 2018-2023 döneminde yurtiçi cam ambalaj pazarının ortalama yıllık %4 seviyesinde büyümesini bekliyoruz. Şirket, küresel ambalaj pazarındaki varlığını artırma hedefinin yanında yurtiçi pazarda olası talep düşüklüğüne karşı ihracatı artırmayı planlamaktadır.
- **Rusya'da önümüzdeki yıllarda talebin yatay seyretmesi bekleniyor** - Şirket cirosunun yaklaşık %45'ini Rusya operasyonlarından elde etmektedir. Özellikle alkollü içecek tüketiminin azaltılması adına atılan adımlar nedeniyle 2017'ye kadar daralan Rusya'da cam ambalaj pazarının, 2019 yılında %2-3 seviyesinde büyüebileceğini, sonraki birkaç yıl daha yatay seyredeceğini öngörüyoruz. Rusya'da pazar payını %31 seviyesine kadar çıkartan Anadolu Cam'ın önümüzdeki yıllarda da pazar payı kazanmaya devam etmesini bekliyoruz.
- **2018'de %32 ciro artışı ve marjlarda iyileşme bekliyoruz** - Şirketin yurtiçinde cam ambalaj sektöründe pazar lideri olması ve fiyatlamada konusunda fazla rekabet olmaması nedeniyle fiyat artışları ile marjlarını koruyabileceğini düşünüyoruz. TL'nin Ruble'ye kıyasla son dönemde daha fazla değer kaybetmiş olmasını şirketin cirosu ve karlılığı için olumlu olarak görüyoruz. Türkiye tarafında maliyetlerinin %9'unu oluşturan doğalgazda ve %5'ini oluşturan elektrikte artan fiyatlara karşılık Anadolu Cam'ın yılın son çeyreğinde de 9A18'deki mevcut karlılık seviyelerini sürdüreceğini öngörüyoruz. Anadolu Cam'ın 2018 yılını %32 ciro artışı ve %23,9 FAVÖK marjı (140bp iyileşme) ile tamamlamasını bekliyoruz.
- **Anadolu Cam'ı AL önerisiyle izleme listemize ekliyoruz** - Şirket için yapmış olduğumuz İndirgenmiş Nakit Akımları analizimize göre hisse başına 4,29 TL hedef fiyat hesaplıyoruz. Hedefimize göre %47 yükseliş potansiyeli taşıyan şirket hisseleri için kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede "AL" önerisinde bulunmaktayız.

## 20 Kasım 2018 Salı

| Gelir Tablosu (TL mn)         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış Gelirleri (net)         | 1.552 | 1.828 | 2.411 | 3.190 | 3.910 | 4.446 |
| FVÖK                          | 72    | 95    | 246   | 425   | 545   | 620   |
| Amortisman Giderleri          | 215   | 245   | 296   | 338   | 354   | 380   |
| FAVÖK                         | 287   | 340   | 542   | 763   | 900   | 1.000 |
| Diğer Gelir ve Giderler (Net) | 20    | 15    | 2     | 43    | 52    | 59    |
| Finansal Gelir/Gider (Net)    | -639  | -367  | -519  | -434  | -456  | -442  |
| VÖK                           | 7     | 500   | 183   | 372   | 496   | 617   |
| Vergiler                      | 24    | -35   | 1     | 59    | 2     | 3     |
| Durdurulan Faaliyetlerden K/Z | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Azınlık Payları               | -20   | 8     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| Net Dönem Karı                | 52    | 457   | 181   | 431   | 497   | 620   |
| HBK                           | 0,1   | 0,6   | 0,2   | 0,6   | 0,7   | 0,8   |

| Bilanço (TL mn)                           | 2015         | 2016         | 2017         | 2018T        | 2019T        | 2020T        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nakit ve Benzerleri                       | 677          | 808          | 569          | 441          | 712          | 1.080        |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar              | 285          | 387          | 558          | 620          | 761          | 865          |
| Stoklar                                   | 315          | 351          | 326          | 426          | 525          | 597          |
| Duran Varlıklar                           | 2.332        | 2.465        | 2.661        | 3.536        | 3.818        | 4.095        |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 33           | 36           | 17           | 20           | 23           | 25           |
| Diğer Duran Varlıklar                     | 78           | 10           | 21           | 25           | 27           | 29           |
| <b>Toplam Aktifler</b>                    | <b>3.750</b> | <b>4.417</b> | <b>4.183</b> | <b>5.231</b> | <b>6.070</b> | <b>6.926</b> |
| Finansal Borçlar                          | 1.535        | 1.748        | 1.787        | 2.520        | 2.737        | 3.157        |
| Kısa Vadeli                               | 624          | 729          | 832          | 1.276        | 1.564        | 1.779        |
| Uzun Vadeli                               | 910          | 1.019        | 956          | 1.244        | 1.173        | 1.378        |
| Ticari Borçlar                            | 137          | 203          | 273          | 315          | 386          | 439          |
| Diğer Yükümlülükler                       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Azınlık payları                           | 106          | 108          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Özkaynaklar                               | 1.641        | 1.803        | 1.892        | 2.162        | 2.518        | 3.014        |
| Net Borç                                  | 858          | 940          | 1.218        | 2.079        | 2.026        | 2.077        |

| Nakit Akım Tablosu (mn TL)   | 2016 | 2017 | 2018T  | 2019T | 2020T |
|------------------------------|------|------|--------|-------|-------|
| VÖK                          | 500  | 183  | 372    | 496   | 617   |
| Amortisman                   | 245  | 296  | 338    | 354   | 380   |
| Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı | 73   | 75   | 129    | 199   | 150   |
| Vergi                        | -35  | 1    | 59     | 2     | 3     |
| Yatırım Harcaması            | -310 | -325 | -721   | -436  | -457  |
| Temettü Ödemesi              | 0    | 50   | 60     | 60    | 60    |
| Bedelli Sermaye Artırımı     | 0    | 0    | 0      | 0     | 0     |
| Δ Borçlanma Değişimi         | 213  | 39   | 733    | 217   | 420   |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış      | -555 | -558 | -1.098 | -620  | -804  |
| Yıl boyunca yaratılan nakit  | 685  | 320  | 970    | 891   | 1.173 |
| Dönemsonu Nakit              | 808  | 569  | 441    | 712   | 1.080 |

| Büyüme  | 2016   | 2017   | 2018T  | 2019T | 2020T |
|---------|--------|--------|--------|-------|-------|
| Satış   | 17,8%  | 31,9%  | 32,3%  | 22,6% | 13,7% |
| FAVÖK   | 18,6%  | 59,5%  | 40,7%  | 17,9% | 11,2% |
| Net Kar | 785,4% | -60,3% | 137,9% | 15,3% | 24,7% |

| Çarpanlar   | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FD/Satışlar | 2,4   | 1,8   | 1,4   | 1,1   | 1,0   |
| FD/FAVÖK    | 12,77 | 8,01  | 5,69  | 4,83  | 4,34  |
| F/K         | 4,79  | 12,08 | 5,08  | 4,40  | 3,53  |
| PD/DD       | 1,21  | 1,16  | 1,01  | 0,87  | 0,73  |

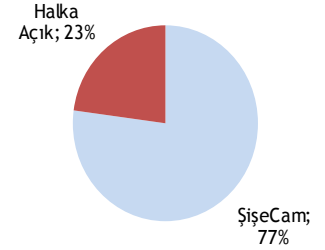
| Finansal Rasyolar        | 2016  | 2017  | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|--------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Öz Sermaye Karlılığı     | 26,5% | 9,8%  | 21,3%  | 21,3%  | 22,4%  |
| FAVÖK Marjı              | 18,6% | 22,5% | 23,9%  | 23,0%  | 22,5%  |
| Net Kar Marjı            | 25,0% | 7,5%  | 13,5%  | 12,7%  | 13,9%  |
| Net Borç/Özsermaye       | 0,52  | 0,64  | 0,96   | 0,80   | 0,69   |
| Net Borç/FAVÖK           | 2,77  | 2,25  | 2,72   | 2,25   | 2,08   |
| KV Borç/UV Borç          | 71,6% | 87,0% | 102,6% | 133,3% | 129,0% |
| Öz Sermaye/Aktif Toplamı | 43,3% | 45,2% | 41,3%  | 41,5%  | 43,5%  |
| Borç/Öz Kaynak           | 1,0   | 1,1   | 1,3    | 1,2    | 1,2    |
| Faiz Karşılama Gücü      | 0,3   | 0,5   | 1,0    | 1,2    | 1,4    |
| Cari Oran                | 1,2   | 1,0   | 1,1    | 1,2    | 1,2    |
| Nakit Temettü            | 0,0   | 50,0  | 60,0   | 60,0   | 60,0   |

| Şirket                      | Anadolu Cam                |
|-----------------------------|----------------------------|
| Hisse Kodu                  | ANACM - ANACM T1, ANACM IS |
| Vakıf Yatırım Öneri         | AL                         |
| Kapanış (TL)                | 2,92                       |
| Hedef Fiyat (TL)            | 4,29                       |
| Cari Piyasa Değeri (mn TL)  | 2.190                      |
| Hedef Piyasa Değeri (mn TL) | 3.216                      |
| Yükselme Potansiyeli        | 47%                        |

## Anadolu Cam Hakkında

Anadolu Cam, başta gıda ve içecek sektörleri olmak üzere birçok sektöre yönelik olarak çeşitli hacim ve renklerde cam ambalaj üretimi yapmaktadır. Yıllık toplam 2,5 mn ton üretim kapasitesi bulunan şirket, Türkiye'nin en büyük, dünyanın ve Avrupa'nın 5. büyük cam ambalaj üreticisi konumundadır. Türkiye'de 3, Rusya'da 5, Ukrayna ve Gürcistan'da 1'er olmak üzere toplam 10 üretim tesisi bulunmaktadır.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

## Güçlü Yönler

- Sektörde lider konumu
- İhracat kabiliyeti
- Yurtiçinde fiyatlama gücü

## Zayıf Yönler

- Yurtiçi tüketim değişimlerine duyarlılık
- TL ve Ruble'deki sert hareketler

## Fırsatlar

- Rusya'ya talebin beklenenden hızlı büyümesi

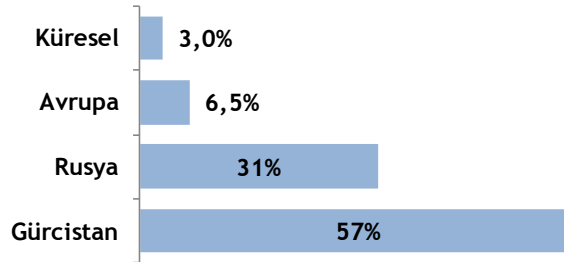
## Tehditler

- İç tüketimde sert gerileme
- Rusya ile ilişkilerin bozulması
- Doğalgaz fiyatlarında hızlı artış

### Anadolu Cam: Defansif konumu ile ön plana çıkabilir

- **Yurtiçinde yeni kapasite 1Y19 sonunda devreye alınacak** - Şirketin yurtiçi kapasitesi 1,205 bin ton/yıl seviyesindedir. Mersin fabrikasında 80 bin ton/yıl kapasiteli 18 m<sup>n</sup> \$ tutarındaki yatırımın ise 2019 ilk yarısı sonunda devreye girmesi ile birlikte şirketin yurtiçi kapasitesi 1,285 bin ton/yıl seviyesine yükselecektir. 2018-2023 döneminde yurtiçi cam ambalaj pazarının ortalama yıllık %4 seviyesinde büyümesini bekliyoruz. Yurtiçi pazarda önceki yıllara kıyasla (son 10 yıl ortalama talep büyümesi %9) daha yavaş bir büyüme beklenmesi nedeniyle şirket ihracat pazarlarına da odaklanmaktadır.
- **Anadolu Cam, Rusya ve Gürcistan pazarlarında lider cam ambalaj şirketi** - Şirketin mevcut durumda Rusya'da 1,3 m<sup>n</sup> ton/yıl yerleşik kapasitesi bulunmakla birlikte operasyonel kapasitesi 965 bin ton/yıl seviyesindedir. Ayrıca, şirketin aynı bölgeye satış yapabileceği Gürcistan'da 60 bin ton/yıl kapasiteli bir tesisi daha bulunmaktadır. Şirketin Rusya Pokrov'daki 200 bin ton/yıl kapasiteli tesisi 2014 yılında geçici olarak kapanmıştı. Yine şirketin Ukrayna'da kurulu olan 85 bin ton/yıl kapasiteli tesis de kapalı durumda. Talepteki zayıflık nedeniyle bir süre daha bu fabrikaların açılması beklenmemektedir.
- **Rusya'da önümüzdeki yıllarda talebin yatay seyretmesini bekliyoruz** - Rusya'da cam ambalaj pazarı, alkollü içecek tüketiminin azaltılması adına atılan adımlar nedeniyle 2010-2015 arasında yıllık ortalama %5 daralmıştır. 2016'da daha düşük daralma, 2017 yılında ise talepte yatay seyir görülmüştür. 2018 yılının ilk yarısında Haziran-Temmuz ayları içinde Rusya'da düzenlenen 2018 Dünya Kupası'nın satışlara etkisi ve 2017 yılının ilk yarısında olumsuz hava koşulları nedeniyle düşük gerçekleşen satışların baz etkisi nedeniyle şirketin Rusya'da hacim bazlı satışları %10 arttı. 2019 yılında pazarın %2-3 seviyesinde büyüebileceğini, sonraki birkaç yıl daha Rusya pazarının yatay seyredeceğini öngörüyoruz.

Grafik 7 - Anadolu Cam Yurtdışı Pazar Payları

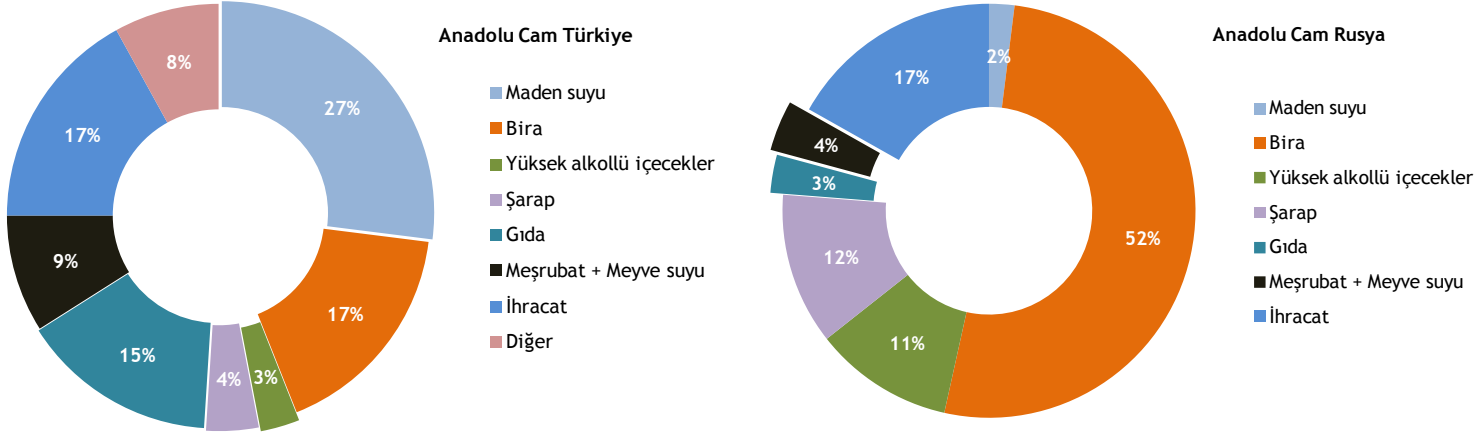


Kaynak: Anadolu Cam

- **Rusya pazarında payını artırıyor** - Anadolu Cam'ın Rusya'daki pazar payı 2013 yılındaki %22'ler seviyesinden mevcut durumda %31 seviyesine ulaşmıştır. Hacim bazında talep yatay kalsa da, Rusya'da artan petrol fiyatlarının desteğiyle ekonominin dengelenmesi, yerel üreticilerden Anadolu Cam'ın kalitesi yüksek ürünlerine olan talep kaymaları yaşanması gibi unsurlar şirketin pazar payı kazanımlarını beraberinde getirmektedir. Artan müşteri portföyü ise etkin kapasite kullanımını desteklerken verimlilik artışı sağlamaktadır. Şirket yılda bir kez fiyat güncellemesi yaptığı Rusya'da, 2018 yılında ortalama satış fiyatlarını Ruble bazında %4 seviyesinde artırdı. Şirketin satış gelirleri içinde ihracatlar ile birlikte Rusya'dan sağlanan gelirlerin ağırlığı %45 seviyesindedir. Şirketin Türkiye satış portföyünde içecek ve gıda sektörüne üretim ağırlıklı iken Rusya satış portföyünde içecek sektörünün ağırlığı daha fazladır.

20 Kasım 2018 Salı

Grafik 8 - Türkiye ve Rusya satış portföyü, değer bazında

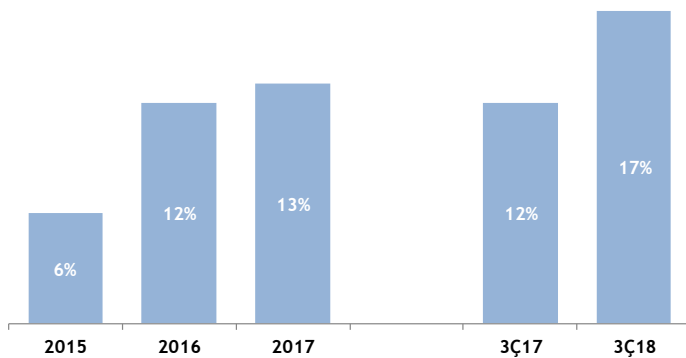


Kaynak: Anadolu Cam, 3Ç18 itibarıyla

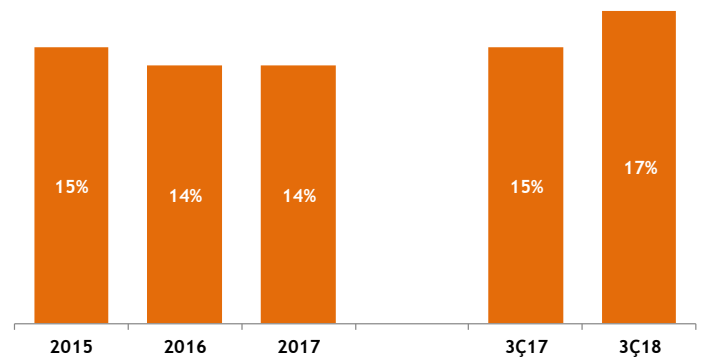
- **2018'de %32 ciro artışı ve marjlarda iyileşme bekliyoruz** - 3Ç18 itibarıyla şirketin yurtiçi hacim bazlı satışlarında yıllık bazda %6 artış gerçekleşmiştir. Yurtdışı satış hacmi ise %16 artarken, konsolide bazda satış hacmi büyümesi %11 olarak gerçekleşmiştir. 9A18'de şirket, yıllık bazda konsolide cirosunu %30 artırırken, aynı zamanda, FAVÖK tarafında %49 artış, FAVÖK marjında ise 3,1 puan iyileşme sergilemiştir. Şirketin yurtiçinde cam ambalaj sektöründe pazar lideri olması ve fiyatlama konusunda fazla rekabet olmaması nedeniyle fiyat artışları ile marjlarını koruyabileceğini düşünüyoruz. Yurtiçinde ortalama birim satış fiyatlarında yapılan %17-18 seviyelerindeki fiyat artışının, 2018 yılının kalanında ciro ve karlılığı desteklemeye devam edeceğini düşünüyoruz. Rusya'da da hacimlerde görülen yıllık bazda %10 artışın, son çeyrekte talepte normalleşme görsek de 2018 yılı tamamında korunması beklenebilir görüşündeyiz. TL'nin Ruble'ye kıyasla son dönemde daha fazla değer kaybetmiş olması şirketin Rusya operasyonlarından katkırı artıracak bir unsur olarak görüyoruz. Türkiye tarafında maliyetlerinin %9'unu oluşturan doğalgazda ve %5'ini oluşturan elektrikte artan fiyatlara karşılık Anadolu Cam'ın yılın son çeyreğinde de 9A18'deki mevcut karlılık seviyelerini sürdüreceğini öngörüyoruz. Anadolu Cam'ın 2018 yılını %32 ciro artışı ve %23,9 FAVÖK marjı (140bp iyileşme) ile tamamlamasını bekliyoruz.

Grafik 9 - Türkiye, gelirler içinde ihracatın payı

Grafik 10 - Rusya, gelirler içinde ihracatın payı



Kaynak: Anadolu Cam, 3Ç18 itibarıyla



- **Talepteki zayıflık durumunda ihracata odaklanıyor** - Şirket, küresel ambalaj pazarındaki varlığını artırma hedefinin yanında yurtiçi pazarda olası talep düşüklüğüne karşı ihracatı artırmayı planlamaktadır. Şirketin, Türkiye operasyonlarında gelirler içinde ihracatın payı 2017 yılı sonundaki %13'ler seviyesinden 3Ç18 döneminde %17'ler seviyesine yükselmiştir. Rusya operasyonlarında ise ihracatın gelirler içindeki payı 3Ç18'de %17 seviyesindedir. 9A18 itibarıyla toplam konsolide gelirler içinde uluslararası gelirlerin payı ise %55 seviyesinde yer almaktadır.

## Değerleme

### Anadolu Cam (ANACM) - İNA (mn TL)

|                                  | 2019T | 2020T | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T (TD) |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Risksiz Faiz Oranı               | 18,0% | 15,0% | 14,0% | 14,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 12,5%      |
| Risk Primi                       | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 5,5%       |
| Beta                             | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 0,65  | 1,0        |
| Özsermaye Maliyeti               | 22%   | 19%   | 18%   | 18%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 18%        |
| Borçlanma Maliyeti               | 21%   | 18%   | 17%   | 17%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 15%        |
| Vergi Oranı                      | 22%   | 22%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%        |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti | 16%   | 14%   | 13%   | 13%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%        |
| Özsermaye Oranı                  | 41%   | 44%   | 43%   | 46%   | 47%   | 50%   | 51%   | 53%   | 54%   | 55%   | 50%        |
| Ağırlıklı Sermaye Maliyeti       | 18,4% | 15,9% | 15,2% | 15,4% | 14,5% | 14,7% | 14,7% | 14,8% | 14,8% | 14,9% | 15,1%      |

### İNA Yöntemi ile değerlendirme

| (mn TL)                                                | 2019T | 2020T | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T (TD) |
|--------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Satış Gelirleri                                        | 3.910 | 4.446 | 4.939 | 5.447 | 5.998 | 6.575 | 7.248 | 7.977 | 8.792 | 9.703 | 10.634     |
| Büyüme                                                 | 22,6% | 13,7% | 11,1% | 10,3% | 10,1% | 9,6%  | 10,2% | 10,1% | 10,2% | 10,4% | 9,6%       |
| FVÖK                                                   | 545   | 620   | 689   | 760   | 837   | 917   | 1.011 | 1.113 | 1.226 | 1.354 | 1.483      |
| Operasyonel Kar Marjı                                  | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0%      |
| Vergi Oranı (%)                                        | 22%   | 22%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%        |
| FVÖK üzerinden Vergi                                   | -120  | -136  | -138  | -152  | -167  | -183  | -202  | -223  | -245  | -271  | -297       |
| Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z                      | 425   | 484   | 551   | 608   | 669   | 734   | 809   | 890   | 981   | 1.083 | 1.187      |
| + Amortisman                                           | 354   | 380   | 406   | 433   | 459   | 485   | 510   | 535   | 560   | 585   | 609        |
| FAVÖK                                                  | 900   | 1.000 | 1.095 | 1.193 | 1.296 | 1.402 | 1.521 | 1.648 | 1.787 | 1.938 | 2.127      |
| FAVÖK Marjı                                            | 23,0% | 22,5% | 22,2% | 21,9% | 21,6% | 21,3% | 21,0% | 20,7% | 20,3% | 20,0% | 20,0%      |
| Yatırım Harcamaları / Amortisman                       | 123%  | 120%  | 117%  | 114%  | 110%  | 106%  | 104%  | 102%  | 100%  | 98%   | 98,0%      |
| +/- Çalışma sermayesindeki değişimi                    | 199   | 150   | 139   | 144   | 156   | 163   | 191   | 207   | 231   | 259   | 261        |
| Satışlardaki değişim                                   | 721   | 536   | 493   | 508   | 551   | 577   | 673   | 729   | 815   | 911   | 931        |
| Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%   | 28%        |
| - Yatırım Harcamaları                                  | -436  | -457  | -477  | -492  | -507  | -516  | -533  | -547  | -561  | -575  | -590       |
| Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları                 | 145   | 256   | 341   | 405   | 466   | 540   | 596   | 672   | 750   | 834   | 945        |

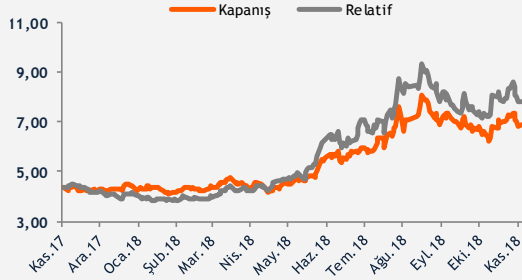
|                                                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
|------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Sonsuz Büyüme Oranı                            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 4%      |
| Sonsuza Giden Değer                            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 8.422   |
| İskonto Faktörü                                | 0,96  | 0,83  | 0,72  | 0,62  | 0,54  | 0,47  | 0,41  | 0,36  | 0,31  | 0,27  | 0,24    |
| İskonto edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018 | 138,8 | 211,7 | 244,8 | 251,9 | 252,8 | 255,6 | 245,9 | 241,9 | 234,8 | 227,3 | 1.995,2 |
| Firma Değeri - Eylül 30 2018                   | 4.301 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Azınlık Payları                                | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Operasyonel olmayan aktifler                   | 0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Finasal Yatırımlar ile Düzeltilmiş Net Borç    | 1.766 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Diğer Düzeltmeler                              | 18    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Özsermaye Değeri - Eylül 30 2018               | 2.553 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Öz Sermaye Maliyeti                            | 22%   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| 12A Hedef Özsermaye Değeri                     | 3.216 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| 12A Hedef Fiyat (TL)                           | 4,29  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Yükseliş Potansiyeli                           | 47%   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |

20 Kasım 2018 Salı

|                      |                           |
|----------------------|---------------------------|
| Sektör               | : Cam Kimyasalları        |
| Şirket               | : Soda Sanayi             |
| Hisse Kodu           | : SODA - SODA TI, SODA IS |
| Fiyat (TL)           | : 6,89                    |
| Hedef Fiyatı (TL)    | : 10,38                   |
| Yükselme Potansiyeli | : 51%                     |
| Öneri / Kısa Vade    | : Endeks Üzeri Getiri     |
| Öneri / Uzun Vade    | : AL                      |
| Hisse Adedi (mn)     | : 1000,0                  |
| HAO (%)              | : 39%                     |

Cam sanayisinin ana ham maddelerinden biri olan soda üretmek üzere 1969 yılında kurulan Soda Sanayii, Şişecam Topluluğu'nun Kimyasallar iş kolunda, soda ve krom kimyasalları, endüstriyel hammaddeler, cam elyafı, Vitamin K3 türevleri ve sodyum metabisülfid alanlarında faaliyet gösteriyor. Türkiye, Bosna Hersek ve Bulgaristan'da faaliyet gösteren işletmelerinde toplam 2,4 mn ton soda üretim kapasitesine sahip olan şirket, soda üreticileri sıralamasında Avrupa'da 4., dünyada 10. sırada yer almaktadır.

## Hisse Performansı



| Performans     | 1Ay  | 3Ay   | 12Ay  |
|----------------|------|-------|-------|
| Mutlak %       | 3,77 | -2,96 | 58,94 |
| Rölatif %      | 5,83 | -8,95 | 78,55 |
| En Yüksek (TL) | 7,36 | 8,10  | 8,10  |
| En Düşük (TL)  | 6,23 | 6,23  | 4,13  |

## Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları Şubat son hafta

Analist : VKY Araştırma  
İletişim : 0212 352 35 77  
: [kyarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:kyarastirma@vakifyatirim.com.tr)

## Soda Sanayi: Döviz ağırlıklı gelirleri, finansal performansını artırıyor

Soda Sanayi, cam sektörünün hammaddelerinden olan soda külü üretimi yanı sıra krom kimyasalları konusunda dünyanın önemli üreticilerinden bir tanesi. Satış gelirlerinin %86'sının yabancı para bazında olan şirket, tam kapasite ürettiği ürünleri satmakta zorlanmamaktadır. Gelirlerinin yaklaşık %80'ini yurtdışı satışlarından elde ettiği için şirketin yurtiçi pazardaki gelişmelere hassasiyeti düşüktür. Şirket faaliyetlerinden güçlü nakit akışı sağlamakta, hem operasyonel olarak hem de bilanço pozisyonu olarak şirket zayıf TL'den olumlu etkilenmektedir. Şirketin karlılığı soda ve krom ürün fiyatlarına, maliyet tarafında ise doğalgaz fiyatlarına bağlıdır. Türkiye'de rakiplerin kapasite artışlarına rağmen Çin'deki üretim kapasitelerindeki azalma ve soda külü talebindeki artış küresel piyasada soda külü fiyatlarını desteklemektedir. Şirketin cam elyaf yatırımının 2019 başında devreye girmesinin de marjları desteklemesini bekliyoruz. Soda Sanayi'ni, 10,38 TL/hisse hedef fiyatı ve "AL" önerisiyle izleme listemize dahil ediyoruz. Şirket hisseleri 2018 tahminlerimize göre 4,0x F/K ve 5,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

| TRY      | Ciro (mnTL) | FAVÖK (mnTL) | HBK (TL) | HBT (TL) | F/K    | FD/FAVÖK |
|----------|-------------|--------------|----------|----------|--------|----------|
| 2015/12  | 1.772       | 411          | 0,43     | 0,06     | 15,9 x | 14,9 x   |
| 2016/12  | 2.068       | 514          | 0,58     | 0,24     | 12,0 x | 11,9 x   |
| 2017/12  | 2.451       | 616          | 0,66     | 0,20     | 10,4 x | 9,9 x    |
| 2018/12T | 3.353       | 1.110        | 1,74     | 0,23     | 4,0 x  | 5,5 x    |
| 2019/12T | 4.442       | 1.303        | 1,81     | 0,23     | 3,8 x  | 4,7 x    |
| 2020/12T | 4.938       | 1.442        | 1,97     | 0,23     | 3,5 x  | 4,2 x    |

- **Cam sektörünün ana hammaddesi olan soda külü talebi artıyor** - Soda Sanayi'nin yurtiçinde Mersin'de, yurtdışında ise Bosna'da ve Bulgaristan'da soda külü üretim tesislerinde tam kapasite ürettiği soda külünü ağırlıklı olarak yıllık bazda kontratlarla satmaktadır. Şirketin ağırlıklı olarak € bazlı yaptığı soda külü satışları cirosunun yaklaşık üçte ikisini oluşturmaktadır. Global soda üretiminin %50'sini gerçekleştiren Çin'de, hükümetin uyguladığı çevresel regülasyonlarla birlikte 2014 yılından itibaren devam eden kapasite düşüşleri, Türkiye'de rakip şirketler tarafından devreye alınan yaklaşık 3 milyon ton yeni kapasitenin soda külü fiyatları üzerinde oluşturmamasından korkulan baskının ortaya çıkmamasına neden oldu. 2019 yılında soda külü fiyatlarında dolar bazında %8 artış beklemekteyiz.
- **Şirketin satışlarında ihracatın payı yükseliyor** - 2017 yılından itibaren grup şirketlerinin soda külü alımlarında daha avantajlı tedarikçilere yönelmesi ile şirketin satışlarında ihracatın payı artmıştır. Soda Sanayi'nin toplam konsolide gelirlerinin 2017 yılı sonunda %77'si uluslararası satışlardan elde edilirken, bu oran 9A18'de %79 seviyesine yükselmiştir.
- **Krom kimyasallarında Dünya lideri üretici konumunda** - Soda Sanayi, konsolide gelirlerinin yaklaşık %30'unu krom kimyasalları satışından elde etmektedir. 3Ç18'de krom kimyasalları fiyatlarında USD/ton bazında %21 fiyat artışı gerçekleşmiştir. 2019 yılında krom kimyasalları satış fiyatlarında yatay seyir öngörmekteyiz. Krom kimyasalları pazarı çok düşük oranlarda büyüye de şirket için çok karlı bir segmenttir.
- **Cam elyaf yatırımı FAVÖK marjını destekleyecek** - Şirketin 70 bin ton/yıl kapasiteli cam elyaf yatırımının 2019 yılından itibaren yaklaşık %95 kapasite ile devreye girmesini bekliyoruz. Bu yatırımdan yıllık 70 mn € gelir (2019 yılı toplam gelirlerinin %12-13'ü) ve %35 FAVÖK marjı beklemekteyiz.
- **Soda Sanayi'ni AL önerisi ile izleme listemize ekliyoruz** - Hisse başına 10,38 TL hedef fiyat hesapladığımız ve hedefimize göre %51 iskontolu işlem gören Soda Sanayi'ni, kısa vadede "Endeks Üzeri Getiri", uzun vadede de "AL" önerisiyle izleme listemize ekliyoruz.

## 20 Kasım 2018 Salı

| Gelir Tablosu (TL mn)         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış Gelirleri (net)         | 1.772 | 2.068 | 2.451 | 3.353 | 4.442 | 4.938 |
| FVÖK                          | 320   | 416   | 480   | 966   | 1.096 | 1.169 |
| Amortisman Giderleri          | 91    | 98    | 136   | 144   | 207   | 272   |
| FAVÖK                         | 411   | 514   | 616   | 1.110 | 1.303 | 1.442 |
| Diğer Gelir ve Giderler (Net) | 38    | 29    | 28    | 314   | -22   | -25   |
| Finansal Gelir/Gider (Net)    | -92   | -146  | -160  | 332   | 637   | 666   |
| VÖK                           | 510   | 645   | 731   | 1.757 | 1.918 | 2.083 |
| Vergiler                      | -69   | -68   | -69   | -12   | -107  | -117  |
| Durdurulan Faaliyetlerden K/Z | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Azınlık Payları               | 7     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| Net Dönem Karı                | 434   | 576   | 661   | 1.744 | 1.810 | 1.965 |
| HBK                           | 0,4   | 0,6   | 0,7   | 1,7   | 1,8   | 2,0   |

| Bilanço (TL mn)                           | 2015         | 2016         | 2017         | 2018T        | 2019T        | 2020T        |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nakit ve Benzerleri                       | 858          | 971          | 783          | 1.554        | 2.079        | 2.705        |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar              | 314          | 412          | 480          | 602          | 797          | 886          |
| Stoklar                                   | 179          | 204          | 240          | 257          | 365          | 413          |
| Duran Varlıklar                           | 1.379        | 1.643        | 2.250        | 3.941        | 4.892        | 5.789        |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 245          | 281          | 328          | 558          | 611          | 660          |
| Diğer Duran Varlıklar                     | 31           | 20           | 66           | 335          | 444          | 494          |
| <b>Toplam Aktifler</b>                    | <b>2.812</b> | <b>3.317</b> | <b>3.881</b> | <b>6.454</b> | <b>8.271</b> | <b>9.956</b> |
| Finansal Borçlar                          | 307          | 293          | 313          | 674          | 880          | 855          |
| Kısa Vadeli                               | 72           | 43           | 49           | 54           | 64           | 71           |
| Uzun Vadeli                               | 235          | 250          | 265          | 620          | 817          | 784          |
| Ticari Borçlar                            | 223          | 236          | 276          | 349          | 462          | 514          |
| Diğer Yükümlülükler                       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Azınlık payları                           | 28           | 4            | 5            | 5            | 5            | 5            |
| Özkaynaklar                               | 2.156        | 2.599        | 3.188        | 4.899        | 6.427        | 7.939        |
| Net Borç                                  | -551         | -678         | -470         | -879         | -1.199       | -1.851       |

| Nakit Akım Tablosu (mn TL)   | 2016 | 2017 | 2018T | 2019T  | 2020T |
|------------------------------|------|------|-------|--------|-------|
| VÖK                          | 645  | 731  | 1.757 | 1.918  | 2.083 |
| Amortisman                   | 98   | 136  | 144   | 207    | 272   |
| Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı | 110  | 64   | -232  | 206    | 106   |
| Vergi                        | -68  | -69  | -12   | -107   | -117  |
| Yatırım Harcaması            | -170 | -133 | -773  | -654   | -686  |
| Temettü Ödemesi              | -240 | -200 | -225  | -225   | -225  |
| Bedelli Sermaye Artırımı     | 0    | 0    | 0     | 0      | 0     |
| Δ Borçlanma Değişimi         | -15  | 20   | 361   | 206    | -26   |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış      | -246 | -738 | -249  | -1.025 | -781  |
| Yıl boyunca yaratılan nakit  | 360  | 549  | 1.020 | 1.551  | 1.408 |
| Dönemsonu Nakit              | 971  | 783  | 1.554 | 2.079  | 2.705 |

| Büyüme  | 2016  | 2017  | 2018T  | 2019T | 2020T |
|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Satış   | 16,7% | 18,6% | 36,8%  | 32,5% | 11,2% |
| FAVÖK   | 25,0% | 19,8% | 80,3%  | 17,4% | 10,6% |
| Net Kar | 32,5% | 14,8% | 163,8% | 3,8%  | 8,6%  |

| Çarpanlar   | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| FD/Satışlar | 3,0   | 2,5   | 1,8   | 1,4   | 1,2   |
| FD/FAVÖK    | 11,88 | 9,92  | 5,50  | 4,69  | 4,24  |
| F/K         | 11,97 | 10,42 | 3,95  | 3,81  | 3,51  |
| PD/DD       | 2,65  | 2,16  | 1,41  | 1,07  | 0,87  |

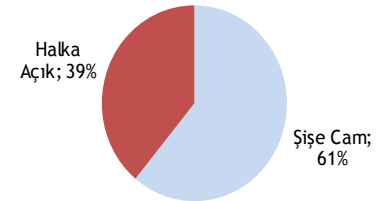
| Finansal Rasyolar        | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Öz Sermaye Karlılığı     | 24,2% | 22,8% | 43,1% | 32,0% | 27,4% |
| FAVÖK Marjı              | 24,9% | 25,1% | 33,1% | 29,3% | 29,2% |
| Net Kar Marjı            | 27,8% | 27,0% | 52,0% | 40,7% | 39,8% |
| Net Borç/Özsermaye       | -0,26 | -0,15 | -0,18 | -0,19 | -0,23 |
| Net Borç/FAVÖK           | -1,32 | -0,76 | -0,79 | -0,92 | -1,28 |
| KV Borç/UV Borç          | 17,2% | 18,4% | 8,7%  | 7,8%  | 9,0%  |
| Öz Sermaye/Aktif Toplamı | 78,5% | 82,3% | 76,0% | 77,8% | 79,8% |
| Borç/Öz Kaynak           | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   | 0,2   |
| Faiz Karşılama Gücü      | 2,8   | 3,0   | -2,9  | -1,7  | -1,8  |
| Cari Oran                | 1,2   | 1,0   | 1,1   | 1,2   | 1,2   |
| Nakit Temettü            | 240   | 200   | 225   | 225   | 225   |

| Şirket                      | Soda Sanayi             |
|-----------------------------|-------------------------|
| Hisse Kodu                  | SODA - SODA TI, SODA IS |
| Vakıf Yatırım Öneri         | AL                      |
| Kapanış (TL)                | 6,89                    |
| Hedef Fiyat (TL)            | 10,38                   |
| Cari Piyasa Değeri (mn TL)  | 6.890                   |
| Hedef Piyasa Değeri (mn TL) | 10.377                  |
| Yükselme Potansiyeli        | 51%                     |

## Soda Sanayi Hakkında

Cam sanayinin ana ham maddelerinden olan soda üretimi amacıyla yönelik kurulan Soda Sanayi, Şişecam Topluluğu'nun Kimyasallar iş kolunda, soda ve krom kimyasalları, endüstriyel hammaddeler, cam elyafı, Vitamin K3 türevleri ve sodyum metabisülfid alanlarında faaliyet gösteriyor. 5 farklı tesiste toplam 2,4 mn ton soda üretim kapasitesine sahip olan şirket, soda üreticileri sıralamasında Avrupa'da 4., dünyada 10. sırada yer almaktadır.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

## Güçlü Yönler

- Global oyuncu olması
- İhracat Kapiliyeti
- Düşük borçluluk

## Zayıf Yönler

- Segmentlerin müşteri yoğunlaşması

## Fırsatlar

- Çin'deki kapasite kapanışlarının hızlanması
- Rakiplerin kapasite kısıması

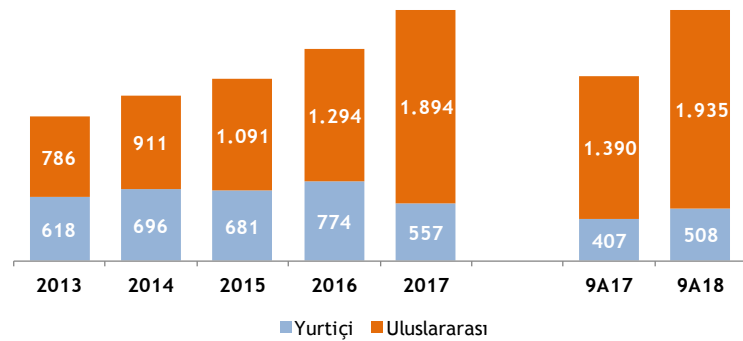
## Tehditler

- Yeni kapasitelerin devreye girmesi
- Jeopolitik gerginlikler

### Soda Sanayi: Döviz ağırlıklı gelirleri, finansal performansı artırıyor...

- **Cam sektörünün ana hammaddesi olan soda külü talebi artıyor** - Soda Sanayi'nin yurtiçinde Mersin'de soda külü üretim kapasitesi 1,4 mn ton/yıl seviyesinde bulunurken, Bosna'da 585 bin ton/yıl ve Bulgaristan'da da üretim ortaklığı ile 375 bin ton/yıl üretim kapasitesi mevcuttur. Şirket, soda külü faaliyetlerinde yıllık bazda anlaşmalar yapmakta, her yılın başında o yıla ait tüm kapasitesini satmaktadır. Şirket Türkiye'den satışında Mersin Limanı'nı aktif kullanmaktadır. Konsolide satış gelirleri içerisinde grup içi hasılatın payı %11 seviyelerinde yer almaktadır.
- **Çin'deki soda külü üretim kapasitelerinin düşmesi soda külü fiyatını artırıyor** - Küresel soda üretiminin %50'sini gerçekleştiren Çin'de, hükümetin uyguladığı çevresel regülasyonlarla birlikte 2014-2016 yıllarında piyasadan çekilen kapasitelere, 2017 yılının ikinci yarısından itibaren yenilerinin eklenmesi, global pazarda soda külü fiyatlarını artırmıştır. Çin'deki kapasite düşüşleri aynı zamanda, Türkiye'de şirketin rakipleri tarafından devreye alınan yaklaşık 3 milyon ton yeni kapasitenin soda külü fiyatları üzerinde oluşturmamasından korkulan baskının ortaya çıkmamasına neden olmuştur. Soda külü talebinde yaşanan artışın itici gücünü ise düzcamlar, cam ambalaj ve deterjan sektörlerinin talebi oluşturmaktadır. 2019 yılında soda külü fiyatlarında dolar bazında %8 artış beklemekteyiz. Şirketin ağırlıklı olarak € bazlı yaptığı soda külü satışları cirosunun yaklaşık üçte ikisini oluşturmaktadır.
- **Şirketin satışlarında ihracatın payı artıyor** - Soda Sanayi'nin toplam konsolide gelirlerinin 2017 yılı sonunda %77'si uluslararası satışlardan elde edilirken, bu oran 9A18'de %79 seviyesine yükselmiştir. 2017 yılından itibaren grup şirketlerinin soda külü alımlarında yerel tedarikçilere yönelmesi ile şirketin satışlarında ihracatın payı artmıştır.

Grafik 11 - Konsolide gelirlerin coğrafi dağılımı, mn TL



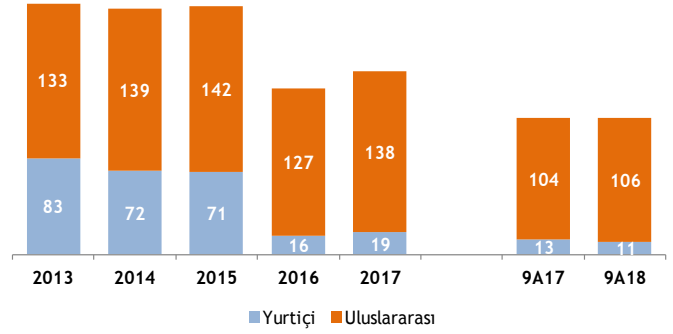
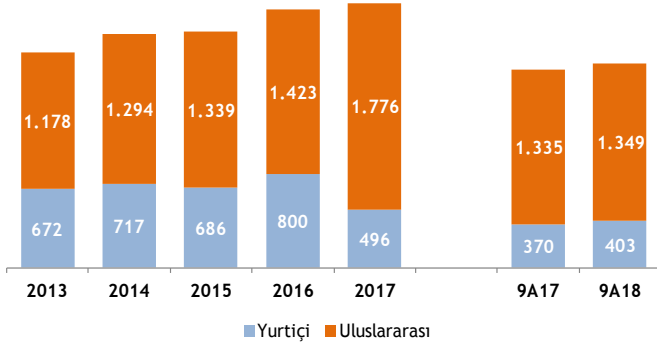
Kaynak: Soda Sanayi

- Soda Sanayi'nin soda külü satışlarının ton bazında coğrafi dağılımına bakıldığında ise, 2016 yılında toplam satışlar içinde %64 seviyelerinde seyreden uluslararası satışların payı 2017 yılında %78 seviyelerine kadar yükselmiştir. 9A18'de ise bu oran %77 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Krom kimyasalları tarafında ise ton bazında satışlar içinde uluslararası satışların payı 2017 yılı sonundaki %88 seviyesinden, 9A18'de %91 seviyesine yükselmiştir.

20 Kasım 2018 Salı

Grafik 12 - Soda ürünleri, ton bazında coğrafi dağılım

Grafik 13 - Krom ürünleri, ton bazında coğrafi dağılım

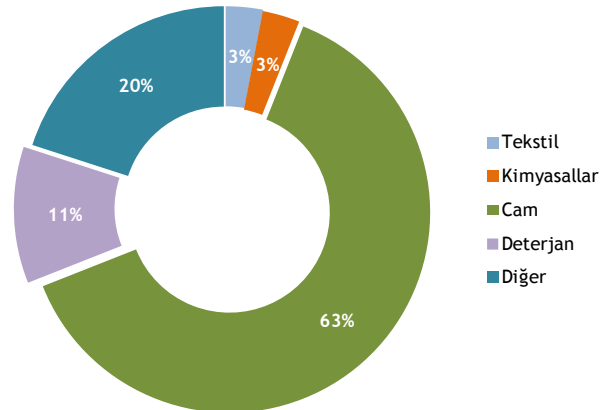
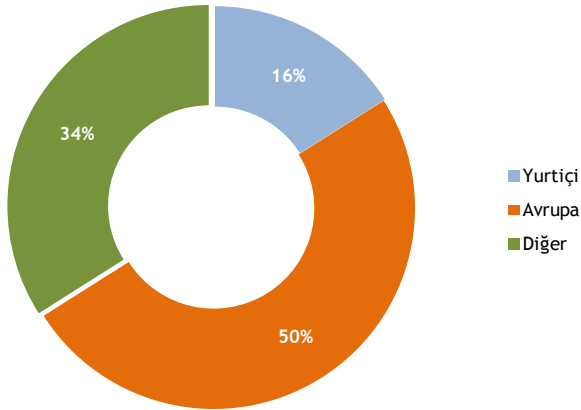


Kaynak: Soda Sanayi, 9A18 itibarıyla

- Dünyanın 85 ülkesine ihracat yapan şirketin, Avrupa, Ortadoğu, Kuzey ve Güney Amerika'ya yaptığı ihracatların payı, toplam ihracat içinde %60 seviyesindedir. Cam sektörüne hammadde tedarikçisi olması nedeniyle şirketin 9A18 satışlarının %63'ü cam sektörüne gerçekleştirilmiştir.

Grafik 14 - Soda ürünü, coğrafi dağılımı, ton

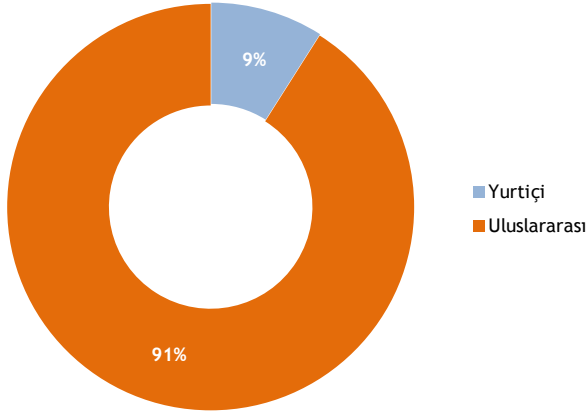
Grafik 15 - Soda ürünü, sektörel dağılım, ton



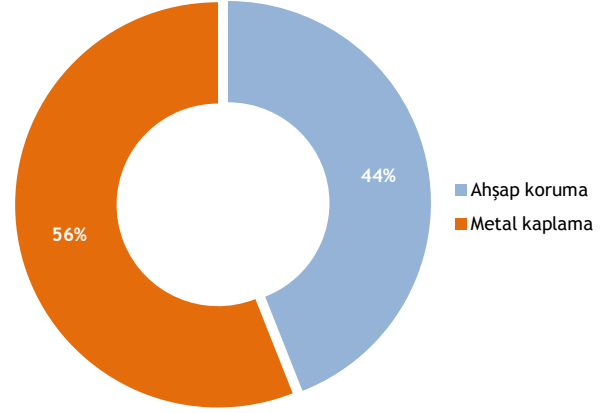
Kaynak: Soda Sanayi, 3Ç18 itibarıyla

- **Krom kimyasallarında Dünya lideri üretici ve fiyat belirleyici konumunda** - Soda Sanayi, krom kimyasallarından olan ve deri sektöründe kullanılan bazik krom sülfat üretiminde %28 pazar payı ile dünyada en büyük üretici konumundadır. Avrupa'da bu ürünlerde %36 pazar payı bulunan şirketin, Türkiye pazar payı ise %69 seviyesindedir. Metal ve ahşap kaplama sektörlerinin kullandığı kromik asit tarafında ise Soda Sanayi, Türkiye'de %60, Avrupa'da ise %14 pazar payı ile ilk sırada yer alırken, Dünyada %13 pazar payı ile 4. sırada bulunmaktadır. Şirketin konsolide gelirlerinin yaklaşık %30'u krom kimyasalları satışından elde edilmektedir. 3Ç18'de krom kimyasalları fiyatlarında USD/ton bazında %21 fiyat artışı gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise krom kimyasalları fiyatlarında yatay seyir öngörmekteyiz. Şirketin krom kimyasalları tarafında kontratlı satışları, tüm satışların yaklaşık %25'i seviyesinde gerçekleşmektedir.

Grafik 16 - Krom kimyasalları, coğrafi dağılımı, ton



Grafik 17 - Krom kimyasalları, sektörel dağılım, ton



Kaynak: Soda Sanayi, 3Ç18 itibarıyla

- **Cam elyaf yatırımı FAVÖK marjını destekleyecek** - Alt yapı, yenilenebilir enerji, inşaat ve otomotiv sektörlerinin kullandığı cam elyafa ilişkin olarak 70 bin ton/yıl kapasiteli yatırımın 2019 yılından itibaren yaklaşık %95 kapasite ile kullanıma alınmasını bekliyoruz. Soda Sanayi altında konsolide olacak cam elyaf yatırımı sonucunda yıllık 70 mın € seviyesinde gelir beklentimiz bulunmaktadır. Cam elyaf üretiminde FAVÖK marjının %35 olacağı beklentimize bağlı olarak, bu yatırımın önümüzdeki yıllarda Soda Sanayi'nin FAVÖK marjını destekleyici olacağını düşünüyoruz.
- **TL'nin değer kaybı karlılığı olumlu etkiliyor** - Ürün fiyatlarındaki artışın yanı sıra zayıf TL, şirketin gelir ve karlılığına pozitif yansımaktadır. 9A18'de yıllık bazda satış gelirleri %36, FAVÖK'ü %58 artan şirketin net karı ise operasyonel olmayan gelirlerin de desteğiyle %249 artış sergilemiştir. Bu dönemde FAVÖK marjı ise %29,7 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Şirketin 2018 yılını ise %33 üzerinde FAVÖK marjı ile kapatacağını öngörüyoruz. SMM içinde payı %15 seviyesinde bulunan doğalgaz maliyetlerinde gözlenen yukarı yönlü fiyat ayarlamalarının, zayıf TL nedeniyle marjlar üzerinde yaşanması beklenen negatif etkiyi de fazlasıyla telafi edeceğini öngörüyoruz. 2019 yılında ise cam elyaf faaliyetlerinin de desteğiyle FAVÖK marjında %29 üzeri seviyelerin korunmasını bekliyoruz.

## Değerleme

## Soda Sanayii (SODA) - İNA (m n TL)

|                                  | 2019T | 2020T | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T (TD) |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Risksiz Faiz Oranı               | 18,0% | 15,0% | 14,0% | 14,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 12,5%      |
| Risk Primi                       | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 5,5%       |
| Beta                             | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 0,32  | 1,0        |
| Özsermaye Maliyeti               | 20%   | 17%   | 16%   | 16%   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   | 15%   | 18%        |
| Borçlanma Maliyeti               | 22%   | 19%   | 18%   | 18%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 16%        |
| Vergi Oranı                      | 22%   | 22%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%        |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti | 17%   | 14%   | 14%   | 14%   | 13%   | 13%   | 13%   | 13%   | 13%   | 13%   | 13%        |
| Özsermaye Oranı                  | 78%   | 80%   | 82%   | 82%   | 82%   | 82%   | 83%   | 83%   | 84%   | 83%   | 82%        |
| Ağırlıklı Sermaye Maliyeti       | 19,2% | 16,4% | 15,6% | 15,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 14,6% | 17%        |

## İNA Yöntemi ile değerlendirme

| (m n TL)                                               | 2019T | 2020T | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T (TD) |
|--------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Satış Gelirleri                                        | 4.442 | 4.938 | 5.464 | 5.956 | 6.465 | 7.013 | 7.586 | 8.203 | 8.873 | 9.599 | 10.376     |
| Büyüme                                                 | 32,5% | 11,2% | 10,6% | 9,0%  | 8,6%  | 8,5%  | 8,2%  | 8,1%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,1%       |
| FVÖK                                                   | 1.096 | 1.169 | 1.294 | 1.375 | 1.466 | 1.555 | 1.683 | 1.787 | 1.932 | 2.091 | 2.262      |
| Operasyonel Kar Marjı                                  | 24,7% | 23,7% | 23,7% | 23,1% | 22,7% | 22,2% | 22,2% | 21,8% | 21,8% | 21,8% | 21,8%      |
| Vergi Oranı (%)                                        | 22%   | 22%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%        |
| FVÖK üzerinden Vergi                                   | -241  | -257  | -259  | -275  | -293  | -311  | -337  | -357  | -386  | -418  | -452       |
| Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z                      | 855   | 912   | 1.035 | 1.100 | 1.173 | 1.244 | 1.346 | 1.429 | 1.546 | 1.673 | 1.810      |
| + Amortisman                                           | 207   | 272   | 341   | 412   | 486   | 562   | 640   | 719   | 801   | 886   | 851        |
| FAVÖK                                                  | 1.303 | 1.442 | 1.635 | 1.787 | 1.952 | 2.118 | 2.322 | 2.506 | 2.734 | 2.976 | 3.113      |
| FAVÖK Marjı                                            | 29,3% | 29,2% | 29,9% | 30,0% | 30,2% | 30,2% | 30,6% | 30,6% | 30,8% | 31,0% | 30,0%      |
| Yatırım Harcamaları / Amortisman                       | 316%  | 252%  | 210%  | 179%  | 156%  | 138%  | 125%  | 114%  | 105%  | 97%   | 91,0%      |
| +/- Çalışma sermayesindeki değişimi                    | 206   | 106   | 99    | 101   | 107   | 127   | 134   | 152   | 174   | 201   | 436        |
| Satışlardaki değişim                                   | 1.089 | 497   | 526   | 492   | 510   | 548   | 573   | 617   | 669   | 726   | 1.504      |
| Çalışma sermayesindeki değişimi / Satışlardaki değişim | 19%   | 21%   | 19%   | 20%   | 21%   | 23%   | 23%   | 25%   | 26%   | 28%   | 29%        |
| - Yatırım Harcamaları                                  | -654  | -686  | -716  | -738  | -761  | -774  | -799  | -820  | -841  | -863  | -774       |
| Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları                 | 201   | 393   | 561   | 673   | 791   | 906   | 1.053 | 1.177 | 1.332 | 1.494 | 1.450      |

|                                                |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
|------------------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Sonsuz Büyüme Oranı                            |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 4%      |
| Sonsuza Giden Değer                            |        |       |       |       |       |       |       |       |       |       | 11.102  |
| İskonto Faktörü                                | 0,96   | 0,82  | 0,71  | 0,62  | 0,54  | 0,47  | 0,41  | 0,36  | 0,31  | 0,27  | 0,23    |
| İskonto edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018 | 192,4  | 322,9 | 399,2 | 414,5 | 425,3 | 424,6 | 430,7 | 420,1 | 414,8 | 405,9 | 2.577,1 |
| Firma Değeri - Eylül 30 2018                   | 6.427  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Azınlık Payları                                | 0      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Operasyonel olmayan aktifler                   | 0      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Finansal Yatırımlar ile Düzeltilmiş Net Borç   | -1.608 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Diğer Düzeltmeler                              | 490    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |
| Özsermaye Değeri - Eylül 30 2018               | 8.525  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |

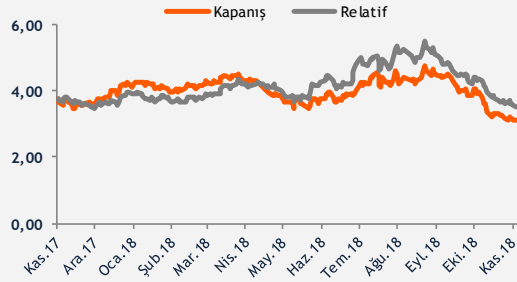
|                            |        |
|----------------------------|--------|
| Öz Sermaye Maliyeti        | 20%    |
| 12A Hedef Özsermaye Değeri | 10.377 |
| 12A Hedef Fiyat (TL)       | 10,38  |
| Yükseliş Potansiyeli       | 51%    |

20 Kasım 2018 Salı

|                      |                              |
|----------------------|------------------------------|
| Sektör               | : Cam                        |
| Şirket               | : Trakya Cam                 |
| Hisse Kodu           | : TRKCM - TRKCM T1, TRKCM IS |
| Fiyat (TL)           | : 3,10                       |
| Hedef Fiyatı (TL)    | : 4,09                       |
| Yükselme Potansiyeli | : 32%                        |
| Öneri / Kısa Vade    | : Endekse Paralel Getiri     |
| Öneri / Uzun Vade    | : TUT                        |
| Hisse Adedi (mn)     | : 1250,0                     |
| HAO (%)              | : 28%                        |

Düzcamlar alanında faaliyet gösteren Trakya Cam, pazar payı bakımından dünyada 5'inci, Avrupa ve Türkiye'de ise lider konumdadır. Trakya Cam, mimari camlar, otomotiv ve enkapüle camları, güneş enerjisi camları ve beyaz eşya camları olmak üzere dört ana faaliyet kolunda üretimini sürdürmektedir. Şirket, 10 farklı ülkedeki tesisleri ve ortaklıkları ile inşaat, otomotiv, güneş enerjisi ve beyaz eşya sektörlerine giridi vermektedir.

## Hisse Performansı



| Performans     | 1Ay    | 3Ay    | 12Ay   |
|----------------|--------|--------|--------|
| Mutlak %       | -21,52 | -27,23 | -15,50 |
| Rölatif %      | -19,96 | -31,72 | -5,07  |
| En Yüksek (TL) | 3,95   | 4,77   | 4,77   |
| En Düşük (TL)  | 3,10   | 3,10   | 3,10   |

## Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları Şubat son hafta

Analist : VKY Araştırma  
İletişim : 0212 352 35 77  
: [kyarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:kyarastirma@vakifyatirim.com.tr)

## Trakya Cam: Satınalma ve kapasite artırımları devam ediyor

10 farklı ülkede faaliyeti bulunan Trakya Cam, düzcamlar segmentinde küresel bir oyuncu olarak Türkiye'de %69, Avrupa'da ise %5 pazar payı ile lider konumdadır. Türkiye'de son iki yıldır çift haneli büyüyen düzcamlar pazarının önümüzdeki yıllarda daha düşük büyüme yakalayacağını düşünüyoruz. Ancak şirketin, güçlü pazar şartlarında yurtiçi pazara yönlendirdiği üretimini tekrar ihracat pazarlarına yöneltebileceğine inanıyoruz. Ayrıca düzcamlar segmentinde küresel oyuncu olma adına satınalmalarını sürdüren aynı zamanda da kapasite artırımlarına devam eden Trakya Cam'ın yurtdışı gelirlerinin artmasını bekliyoruz. Şirket, Avrupa'da potansiyel pazarlara da girmek için İtalya'da ikinci tesisini satın aldı ve hızlı büyüyen pazar fırsatlarından daha fazla faydalanmak için Hindistan'daki ortaklığında payını artırdı. 2020 yılında ağırlık kazanması beklenen soğuk tamirlerin, aynı yıl aktif hale gelen Polatlı yatırımı ile yurtiçinde etkisinin sınırlı olmasını bekliyoruz. Trakya Cam'ı, 4,09 TL/hisse hedef fiyatı ve "TUT" önerisiyle izleme listemize dahil ediyoruz. Şirket hisseleri 2018 tahminlerimize göre 3,7x F/K ve 5,5x FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görüyor.

| TRY      | Ciro (mnTL) | FAVÖK (mnTL) | HBK (TL) | HBK (TL) | F/K    | FD/FAVÖK |
|----------|-------------|--------------|----------|----------|--------|----------|
| 2015/12  | 2.118       | 274          | 0,13     | 0,03     | 24,3 x | 22,8 x   |
| 2016/12  | 3.016       | 478          | 0,44     | 0,07     | 7,1 x  | 13,1 x   |
| 2017/12  | 4.331       | 891          | 0,49     | 0,08     | 6,3 x  | 7,0 x    |
| 2018/12T | 5.944       | 1.145        | 0,85     | 0,14     | 3,7 x  | 5,5 x    |
| 2019/12T | 6.694       | 1.276        | 0,79     | 0,14     | 3,9 x  | 4,9 x    |
| 2020/12T | 7.603       | 1.437        | 0,90     | 0,14     | 3,5 x  | 4,3 x    |

- **Türkiye ve Avrupa'da lider düzcamlar üreticisi** - Gelirlerinin %64'ünü düzcamlar satışlarından, %36'sını ise otocamlar ve enkapüle camları satışlarından elde eden Trakya Cam, yurtiçinde %69, Avrupa'da ise %5 pazar payı ile düzcamlar pazarında liderdir. Şirket dünyada ise %4 pazar payı ile kapasite bazında 5. büyük oyuncudur.
- **Ekonomideki dengelenme sürecinde karlılığın korunmasını bekliyoruz** - Şirket, dengelenme sürecinde yurtiçinde bulunan 7 adet düzcamlar hattından iki tanesini otocamlar ve ihracat pazarlarına kolaylıkla yönlendirme potansiyeline sahip olup, diğer hatları da devam eden inşaat projelerinde kullanmaya devam edebilir görüşündeyiz. Trakya Cam'ın yurtiçinde fiyatlamaya yeteneğini ve Avrupa tarafında büyüyen otomotiv pazarının varlığını, katma değerli cam satışlarının artmasını ve konsolide gelirlerinin yarısından fazlasının yurtdışı gelirlerinden oluşmasını beğeniyoruz.
- **İtalya ve Hindistan satın almaları ihracat gelirlerini destekleyecek** - Trakya Cam, Haziran ayında İtalya'da satın aldığı ve diğer hatla beraber 2019 yılı ikinci yarısına kadar soğuk tamirde olacak olan tesis ile birlikte hem İtalya'daki mevcut müşteri pazarına hem de potansiyel diğer Avrupa pazarlarına yönelmeyi planlamaktadır. Diğer yandan, büyüyen pazarlardan Hindistan'da %50 ortak olduğu HNG'de diğer hisseleri de almasıyla birlikte bunun Trakya Cam'ın yurtdışı gelirlerindeki artışı desteklemesini bekliyoruz.
- **2020 yılındaki soğuk tamirler kapasitede sınırlı düşüşe neden olacak** - 2020 yılında planlanan soğuk tamirlere karşılık Polatlı yatırımının devreye girmesi yurtiçi kapasitedeki azalmayı dengeleyecektir. Soğuk tamir ve ekipman alımları için 2019 ve 2020 yıllarında toplam 200 mn € yatırım harcaması öngörüyoruz. Tamirler sonrasında etkin kapasite yönetiminin orta-uzun vadede marjları destekleyebileceğini düşünüyoruz.
- **Trakya Cam için hisse başı 4,09 fiyat ile TUT önerisinde bulunuyoruz** - Hedefimize göre %32 iskontolu işlem gören Trakya Cam'ı, kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", uzun vadede de "TUT" önerisiyle izleme listemize ekliyoruz.

## 20 Kasım 2018 Salı

| Gelir Tablosu (TL mn)         | 2015  | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış Gelirleri (net)         | 2.118 | 3.016 | 4.331 | 5.944 | 6.694 | 7.603 |
| FVÖK                          | 98    | 223   | 584   | 767   | 869   | 983   |
| Amortisman Giderleri          | 176   | 254   | 307   | 378   | 407   | 455   |
| FAVÖK                         | 274   | 478   | 891   | 1.145 | 1.276 | 1.437 |
| Diğer Gelir ve Giderler (Net) | 67    | 80    | 114   | 267   | 201   | 228   |
| Finansal Gelir/Gider (Net)    | -443  | -263  | -443  | -160  | -313  | -348  |
| VÖK                           | 197   | 602   | 773   | 1.252 | 1.164 | 1.317 |
| Vergiler                      | -28   | -27   | -129  | -146  | -129  | -146  |
| Durdurulan Faaliyetlerden K/Z | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| Azınlık Payları               | 10    | 28    | 27    | 48    | 44    | 50    |
| Net Dönem Karı                | 159   | 547   | 616   | 1.059 | 990   | 1.120 |
| HBK                           | 0,1   | 0,4   | 0,5   | 0,8   | 0,8   | 0,9   |

| Bilanço (TL mn)                           | 2015         | 2016         | 2017         | 2018T         | 2019T         | 2020T         |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Nakit ve Benzerleri                       | 1.170        | 1.192        | 1.394        | 1.580         | 1.971         | 1.937         |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar              | 402          | 703          | 705          | 961           | 1.009         | 1.042         |
| Stoklar                                   | 440          | 548          | 682          | 841           | 948           | 1.077         |
| Duran Varlıklar                           | 3.526        | 4.278        | 4.916        | 7.084         | 7.980         | 8.857         |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 399          | 404          | 481          | 261           | 297           | 327           |
| Diğer Duran Varlıklar                     | 27           | 30           | 59           | 37            | 41            | 46            |
| <b>Toplam Aktifler</b>                    | <b>5.627</b> | <b>6.879</b> | <b>8.021</b> | <b>10.856</b> | <b>12.347</b> | <b>13.385</b> |
| Finansal Borçlar                          | 1.886        | 2.369        | 2.595        | 4.083         | 4.748         | 4.684         |
| Kısa Vadeli                               | 383          | 505          | 636          | 1.718         | 1.895         | 2.075         |
| Uzun Vadeli                               | 1.503        | 1.863        | 1.959        | 2.365         | 2.853         | 2.609         |
| Ticari Borçlar                            | 261          | 446          | 484          | 570           | 642           | 729           |
| Diğer Yükümlülükler                       | 0            | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Azınlık payları                           | 249          | 293          | 346          | 476           | 402           | 456           |
| Özkaynaklar                               | 2.889        | 3.293        | 4.010        | 5.003         | 5.768         | 6.659         |
| Net Borç                                  | 716          | 1.177        | 1.201        | 2.503         | 2.777         | 2.746         |

| Nakit Akım Tablosu (mn TL)   | 2016   | 2017  | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| VÖK                          | 602    | 773   | 1.252  | 1.164  | 1.317  |
| Amortisman                   | 254    | 307   | 378    | 407    | 455    |
| Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı | 225    | 97    | 124    | 68     | 38     |
| Vergi                        | -27    | -129  | -146   | -129   | -146   |
| Yatırım Harcaması            | -232   | -209  | -927   | -1.091 | -1.143 |
| Temettü Ödemesi              | 93     | 106   | 170    | 170    | 170    |
| Bedelli Sermaye Artırımı     | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| Δ Borçlanma Değişimi         | 483    | 226   | 1.488  | 665    | -64    |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış      | -1.377 | -970  | -2.153 | -864   | -660   |
| Yıl boyunca yaratılan nakit  | 1.399  | 1.172 | 2.340  | 1.254  | 626    |
| Dönemsonu Nakit              | 1.192  | 1.394 | 1.580  | 1.971  | 1.937  |

| Büyüme  | 2016   | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Satış   | 42,4%  | 43,6% | 37,2% | 12,6% | 13,6% |
| FAVÖK   | 74,2%  | 86,5% | 28,5% | 11,5% | 12,6% |
| Net Kar | 243,3% | 12,7% | 71,8% | -6,5% | 13,2% |

| Çarpanlar   | 2016  | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| FD/Satışlar | 2,1   | 1,4  | 1,1   | 0,9   | 0,8   |
| FD/FAVÖK    | 13,08 | 7,01 | 5,46  | 4,90  | 4,35  |
| F/K         | 7,09  | 6,29 | 3,66  | 3,91  | 3,46  |
| PD/DD       | 1,18  | 0,97 | 0,77  | 0,67  | 0,58  |

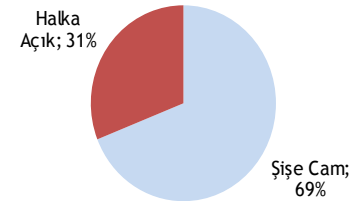
| Finansal Rasyolar        | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Öz Sermaye Karlılığı     | 17,7% | 16,9% | 23,5% | 18,4% | 18,0% |
| FAVÖK Marjı              | 15,8% | 20,6% | 19,3% | 19,1% | 18,9% |
| Net Kar Marjı            | 18,1% | 14,2% | 17,8% | 14,8% | 14,7% |
| Net Borç/Özsermaye       | 0,36  | 0,30  | 0,50  | 0,48  | 0,41  |
| Net Borç/FAVÖK           | 2,46  | 1,35  | 2,19  | 2,18  | 1,91  |
| KV Borç/UV Borç          | 27,1% | 32,4% | 72,6% | 66,4% | 79,5% |
| Öz Sermaye/Aktif Toplamı | 52,1% | 54,3% | 50,5% | 50,0% | 53,2% |
| Borç/Öz Kaynak           | 0,8   | 0,7   | 0,8   | 0,9   | 0,8   |
| Faiz Karşılama Gücü      | 0,9   | 1,3   | 4,8   | 2,8   | 2,8   |
| Cari Oran                | 1,2   | 1,0   | 1,1   | 1,2   | 1,2   |
| Nakit Temettü            | 93,0  | 106,0 | 170,0 | 170,0 | 170,0 |

| Şirket                      | Trakya Cam                 |
|-----------------------------|----------------------------|
| Hisse Kodu                  | TRKCM - TRKCM T1, TRKCM IS |
| Vakıf Yatırım Öneri         | TUT                        |
| Kapanış (TL)                | 3,10                       |
| Hedef Fiyat (TL)            | 4,09                       |
| Cari Piyasa Değeri (mn TL)  | 3.875                      |
| Hedef Piyasa Değeri (mn TL) | 5.117                      |
| Yükselme Potansiyeli        | 32%                        |

## Trakya Cam Hakkında

Düzcamlar alanında faaliyet gösteren Trakya Cam, pazar payı bakımından dünyada 5'inci, Avrupa ve Türkiye'de ise lider konumdadır. Trakya Cam, mimari camlar, otomotiv ve enkapsüle camları, güneş enerjisi camları ve beyaz eşya camları olmak üzere dört ana faaliyet kolunda üretimini sürdürmektedir. Şirket, 10 farklı ülkedeki tesisleri ve ortaklıkları ile inşaat, otomotiv, güneş enerjisi ve beyaz eşya sektörlerine girdi vermektedir.

## Ortaklık Yapısı



## SWOT Analiz

## Güçlü Yönler

- Sektörde lider konumu
- İhracat kabiliyeti
- Katma değerli ürünleri

## Zayıf Yönler

- Yurtiçi pazarda payını koruma gerekliliği

## Fırsatlar

- Avrupa'da ihracat pazarlarının güçlenmesi
- Orta-uzun vadede fırın tamir giderlerinin azalması

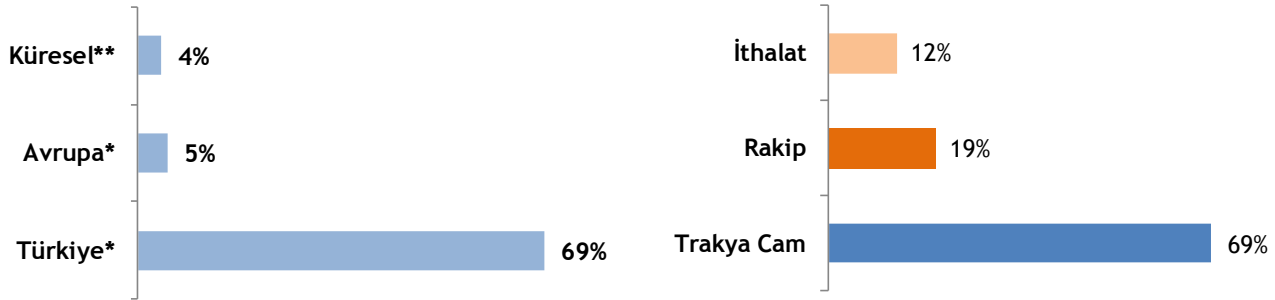
## Tehditler

- Rakiplerin agresif fiyatlama politikası
- Doğalgaz fiyatlarında hızlı artışlar

### Trakya Cam - Satın alma ve kapasite artırımları devam ediyor...

- **Türkiye ve Avrupa’da lider düzcam üreticisi** - Trakya Cam, tüketim verilerine göre yurtiçi pazarda %69 pazar payı ile lider konumdadır. Şirketin en yakın rakibinin yurtiçi pazar payı %19 seviyesinde iken, ithalatın tüketimde pazar payı %12 seviyelerindedir. Avrupa’da %5 pazar payı ile düzcam pazarında lider olan şirket, küresel tarafta %4 pazar payı ile kapasite bazında 5. büyük oyuncu konumundadır.

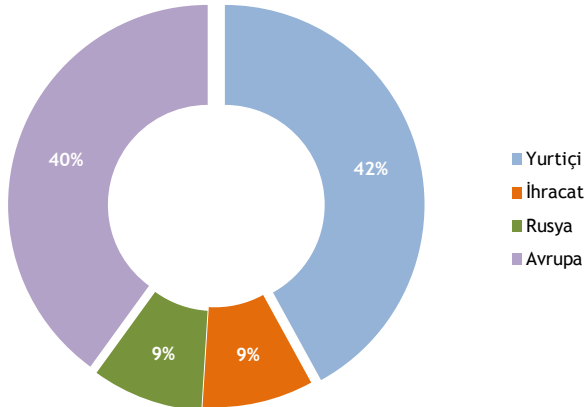
Grafik 18 - Pazar payları (%)



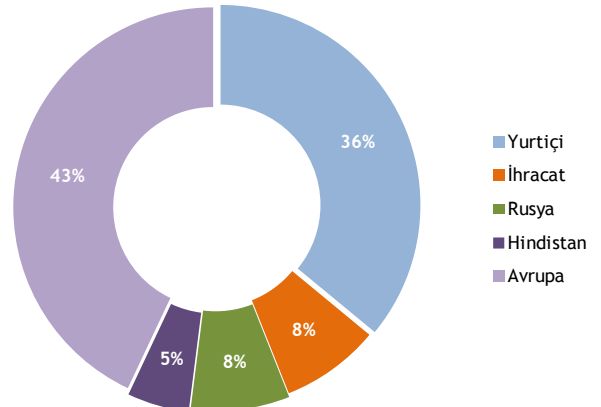
Kaynak: Trakya Cam

- **Ekonomideki dengelenme sürecinde karlılığın korunmasını bekliyoruz** - Şirketin gelirlerinin %64’ü düzcam satışlarından, %36’sı ise otocam ve enkapsüle camları satışlarından oluşmaktadır. Konsolide net gelirlerin %58’i yurtdışı operasyonlarından ve Türkiye’den ihracat faaliyetleri ile elde edilmektedir. Şirketin yurt içinde toplam kapasiteleri 1,8 mn ton/yıl olan 7 adet düzcam hattı bulunmaktadır. Şirket ürettiği ürünleri, canlılık dönemlerinde, fiyatlama ve dağıtım gücünün daha yoğun olduğu yurtiçi pazara kanalize ederken, normal pazar koşullarında ise ihracata yönlendirmektedir. Şirket, ekonomide görülmesi beklenen yeniden dengelenme sürecinde yurtiçinde bulunan 7 adet düzcam hattından iki tanesini otocam ve ihrac pazarlarına kolaylıkla yönlendirme potansiyeline sahip olup, diğer hatları da devam eden inşaat projelerinde kullanmaya devam edebilir görüşündeyiz. İçerideki fiyatlama yeteneğini, Avrupa tarafında büyüyen otomotiv pazarının varlığını, katma değerli cam satışlarının artmasını ve konsolide gelirlerin yarıdan fazlasını yurtdışından elde etmesi de şirketi güçlü kılan unsurlardır. 3Ç18 itibarıyla şirketin brüt satış gelirlerinin %36’sı yurt içi satışlardan gelirken, Avrupa’ya yapılan satışlar brüt satışların %43’ü kadardır.

Grafik 19 - Bölgelere göre brüt satışlar, 3Ç17



Grafik 20 - Bölgelere göre brüt satışlar, 3Ç18



Kaynak: Trakya Cam

- **İtalya ve Hindistan satın almaları ihracat gelirlerini destekleyecek** - Trakya Cam, İtalya'da Haziran ayı içinde Sangalli Vetro Manfredonia tesisinin satın alma işlemini 15,7 mn € bedel karşılığında tamamladı. 190 bin ton/yıl kapasiteli bu şirketin satın alınması ile İtalya'da düzcam kapasitesini ikiye katlayan şirket, yeni alınan tesisin soğuk tamir ardından iç pazara yönlendirmesi beklenebilir. Diğer tesisin ise ihracata yönlendirilerek Avrupa tarafında potansiyel pazarlara giriş planlanmaktadır. Küresel pazarda büyüme beklentileri olumlu olan Asya Pasifik bölgesindeki büyüyen Hindistan pazarında, Trakya Cam, %50 ortak olduğu HNG'de diğer ortaktan payların 85,4 mn \$ karşılığında satın alınması ile birlikte şirketin %99,80 hissesine sahip oldu. Bu satın almanın da şirketin uluslararası gelirlerindeki artışı desteklemesi beklenmektedir.
- **2020 yılındaki soğuk tamirler kapasitede sınırlı düşüğe neden olacak ancak, uzun vadede karlılığı desteklemesini bekliyoruz** - 2020 yılında planlanan soğuk tamirlere karşılık Polatlı yatırımının devreye girmesi yurtiçi kapasitedeki azalmayı dengeleyecektir. Soğuk tamir ve ekipman alımları için 2019 ve 2020 yıllarında toplam 200 mn € yatırım harcaması öngörüyoruz. Diğer yıllarda ise 100-150 mn € normal bakım yatırımlarının devam edeceğini varsayıyoruz. Soğuk tamirler sırasında fırınlarda yapılacak modernizasyon ile fırın çeperlerinin genişletilerek her üretim hattında ilave 20-30 bin ton/yıl kapasite yaratılması potansiyelinin de bulunduğunu belirtelim. Ayrıca, soğuk tamirlerden sonra bu hatlarda 10-12 yıl yeni tamir gerçekleşmeyeceğini göz önüne alırsak, etkin kapasite yönetiminin orta-uzun vadede marjları destekleyebileceğini düşünüyoruz.

## Değerleme

## Trakya Cam (TRKCM) - İNA (mn TL)

|                                  | 2019T | 2020T | 2021T | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T (TD) |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|
| Risksiz Faiz Oranı               | 18,0% | 15,0% | 14,0% | 14,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 12,5%      |
| Risk Primi                       | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 6,0%  | 5,5%       |
| Beta                             | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 0,72  | 1,0        |
| Özsermaye Maliyeti               | 22%   | 19%   | 18%   | 18%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 17%   | 18%        |
| Borçlanma Maliyeti               | 21%   | 18%   | 17%   | 17%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 16%   | 15%        |
| Vergi Oranı                      | 22%   | 22%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%        |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti | 16%   | 14%   | 13%   | 13%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%   | 12%        |
| Özsermaye Oranı                  | 50%   | 53%   | 53%   | 57%   | 57%   | 60%   | 60%   | 63%   | 63%   | 63%   | 69%        |
| Ağırlıklı Sermaye Maliyeti       | 19,2% | 16,7% | 15,9% | 16,1% | 15,2% | 15,3% | 15,4% | 15,5% | 15,5% | 15,5% | 16%        |

## İNA Yöntemi ile değerlendirme

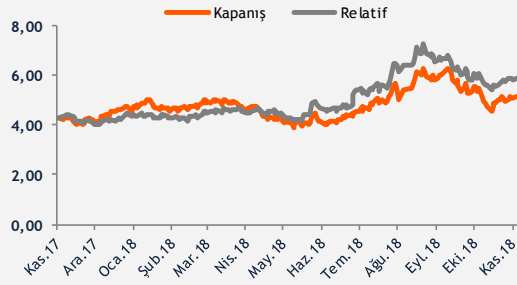
| (mn TL)                                                | 2019T  | 2020T  | 2021T | 2022T | 2023T  | 2024T  | 2025T  | 2026T  | 2027T  | 2028T  | 2029T (TD) |
|--------------------------------------------------------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Satış Gelirleri                                        | 6.694  | 7.603  | 8.535 | 9.538 | 10.609 | 11.801 | 13.067 | 14.469 | 16.023 | 17.743 | 19.647     |
| Büyüme                                                 | 12,6%  | 13,6%  | 12,3% | 11,7% | 11,2%  | 11,2%  | 10,7%  | 10,7%  | 10,7%  | 10,7%  | 10,7%      |
| FVÖK                                                   | 869    | 983    | 1.106 | 1.234 | 1.374  | 1.548  | 1.714  | 1.916  | 2.122  | 2.350  | 2.602      |
| Operasyonel Kar Marjı                                  | 13,0%  | 12,9%  | 13,0% | 12,9% | 12,9%  | 13,1%  | 13,1%  | 13,2%  | 13,2%  | 13,2%  | 13,2%      |
| Vergi Oranı (%)                                        | 22%    | 22%    | 20%   | 20%   | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%    | 20%        |
| FVÖK üzerinden Vergi                                   | -191   | -216   | -221  | -247  | -275   | -310   | -343   | -383   | -424   | -470   | -520       |
| Vergi Sonrası Net Operasyonel K/Z                      | 678    | 766    | 885   | 987   | 1.099  | 1.238  | 1.371  | 1.533  | 1.698  | 1.880  | 2.082      |
| + Amortisman                                           | 407    | 455    | 514   | 574   | 598    | 620    | 641    | 662    | 684    | 705    | 797        |
| FAVÖK                                                  | 1.276  | 1.437  | 1.620 | 1.808 | 1.972  | 2.167  | 2.355  | 2.579  | 2.806  | 3.055  | 3.399      |
| FAVÖK Marjı                                            | 19,1%  | 18,9%  | 19,0% | 19,0% | 18,6%  | 18,4%  | 18,0%  | 17,8%  | 17,5%  | 17,2%  | 17,3%      |
| Yatırım Harcamaları / Amortisman                       | 268%   | 251%   | 155%  | 143%  | 141%   | 139%   | 138%   | 138%   | 137%   | 136%   | 115,0%     |
| +/- Çalışma sermayesindeki değişimi                    | 68     | 38     | 156   | 170   | 181    | 205    | 217    | 242    | 269    | 343    | 725        |
| Satışlardaki değişim                                   | 750    | 909    | 932   | 1.002 | 1.072  | 1.192  | 1.266  | 1.402  | 1.553  | 1.720  | 3.625      |
| Çalışma sermayesindeki değişimi/ Satışlardaki değişimi | 9%     | 4%     | 17%   | 17%   | 17%    | 17%    | 17%    | 17%    | 17%    | 20%    | 20%        |
| - Yatırım Harcamaları                                  | -1.091 | -1.143 | -795  | -820  | -845   | -860   | -888   | -911   | -935   | -959   | -959       |
| Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları                 | -74    | 40     | 447   | 571   | 671    | 793    | 907    | 1.042  | 1.177  | 1.283  | 1.195      |
| Sonsuz Büyüme Oranı                                    |        |        |       |       |        |        |        |        |        |        | 4%         |
| Sonsuza Giden Değer                                    |        |        |       |       |        |        |        |        |        |        | 10.233     |
| İskonto Faktörü                                        | 0,96   | 0,82   | 0,71  | 0,61  | 0,53   | 0,46   | 0,40   | 0,34   | 0,30   | 0,26   | 0,22       |
| İskonto edilmiş Nakit Akımları - Eylül 30 2018         | -70,6  | 32,8   | 316,5 | 348,3 | 354,9  | 363,7  | 360,6  | 358,8  | 350,9  | 331,1  | 2.273,9    |
| Firma Değeri - Eylül 30 2018                           | 5.021  |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Azınlık Payları                                        | 0      |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Operasyonel olmayan aktifler                           | 0      |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Finansal Yatırımlar ile Düzeltilmiş Net Borç           | 1.265  |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Diğer Düzeltmeler                                      | 289    |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Özsermaye Değeri - Eylül 30 2018                       | 4.045  |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Öz Sermaye Maliyeti                                    | 22%    |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| 12A Hedef Özsermaye Değeri                             | 5.117  |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| 12A Hedef Fiyat (TL)                                   | 4,09   |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |
| Yükseliş Potansiyeli                                   | 32%    |        |       |       |        |        |        |        |        |        |            |

20 Kasım 2018 Salı

|                      |                           |
|----------------------|---------------------------|
| Sektör               | : Cam                     |
| Şirket               | : Şişe Cam                |
| Hisse Kodu           | : SISE - SISE TI, SISE IS |
| Fiyat (TL)           | : 5,18                    |
| Hedef Fiyatı (TL)    | : 6,35                    |
| Yükselme Potansiyeli | : 23%                     |
| Öneri / Kısa Vade    | : Endekse Paralel Getiri  |
| Öneri / Uzun Vade    | : TUT                     |
| Hisse Adedi (mn)     | : 2250,0                  |
| HAO (%)              | : 34%                     |

Şişe Cam, cam sektörünün Cam Ambalaj, Düzcam, Kimyasallar ve Cam Ev Eşyası faaliyet alanında lider şirketleri olan Anadolu Cam, Trakya Cam, Soda Sanayi ve Paşabahçe'yi konsolide etmektedir. 13 ülkede üretim tesisi bulunan, 150 ülkeye ihracat gerçekleştiren Şişe Cam, konsolide gelirlerinin %60'a yakını uluslararası gelirlerden sağlamaktadır. Düşük borçluluk ve güçlü sermaye tabanı ise Şişe Cam'a güç katmaktadır.

## Hisse Performansı



| Performans     | 1Ay   | 3Ay   | 12Ay  |
|----------------|-------|-------|-------|
| Mutlak %       | -5,47 | 0,58  | 21,35 |
| Relatif %      | -3,59 | -5,62 | 36,32 |
| En Yüksek (TL) | 5,48  | 6,30  | 6,30  |
| En Düşük (TL)  | 4,58  | 4,58  | 3,92  |

## Yatırımcı Takvimi

4Ç18 Finansal Sonuçları Şubat son hafta

Analist : VKY Araştırma  
İletişim : 0212 352 35 77  
: [kyarastirma@vakifyatirim.com.tr](mailto:kyarastirma@vakifyatirim.com.tr)

## Şişe Cam: Düşük kaldıraç kullanımı avantaj sağlayacak

Şişe Cam, birçok ülkedeki üretim tesisleriyle düzcam, cam ev eşyası, cam ambalaj ve cam elyaf ile cam sektöründe, soda ve krom ile kimya alanında faaliyet gösteren bir şirket olarak küresel cam sektörünün en büyük oyuncularından biridir. Şişecam'ın cam alanında faaliyetlerini çeşitlendirmiş olması, faaliyette olduğu pazarlarda güçlü pozisyona sahip olması olumlu. Güçlü nakit akışı, güçlü sermaye ve düşük borçluluk oranlarıyla birlikte şirketin, yurtiçi talepte önümüzdeki yıllarda görülmesi beklenen durgunluğu, yurtdışı faaliyetlere odaklanarak ve yeni satın alma fırsatlarını değerlendirerek fırsata dönüştürebileceğine inanıyoruz. Şişe Cam'ın, parçaların toplamı yöntemiyle hesapladığımız Net Aktif Değerini hisse başına 6,35 TL olarak buluyoruz. Hedef değerimize göre %23 iskontolu işlem gören hisseyi, kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", uzun vadede ise TUT önerisiyle izleme listemize dahil ediyoruz.

| TRY      | Ciro (mnTL) | FAVÖK (mnTL) | HBK (TL) | HBT (TL) | F/K    | FD/FAVÖK |
|----------|-------------|--------------|----------|----------|--------|----------|
| 2015/12  | 7.415       | 1.405        | 0,32     | 0,04     | 16,1 x | 11,8 x   |
| 2016/12  | 8.569       | 1.597        | 0,33     | 0,11     | 15,7 x | 10,3 x   |
| 2017/12  | 11.318      | 2.446        | 0,54     | 0,11     | 9,5 x  | 6,7 x    |
| 2018/12T | 15.440      | 3.338        | 1,15     | 0,13     | 4,5 x  | 4,9 x    |
| 2019/12T | 18.529      | 3.855        | 1,19     | 0,13     | 4,3 x  | 4,3 x    |
| 2020/12T | 20.827      | 4.292        | 1,33     | 0,13     | 3,9 x  | 3,8 x    |

- Düzcam faaliyetleri, konsolide gelirler içinde ağırlığa sahip** - Şişe Cam'ın konsolide gelirleri içinde düzcam faaliyetleri ağırlıklı olmakla beraber kimyasallar, cam ambalaj ve cam ev eşyası segmentleri de dengeli ağırlığa sahiptir. Yine düzcam faaliyetleri FAVÖK'ün yaklaşık %32'sini sağlarken daha karlı iş kolu olan kimyasallar da FAVÖK'e %32 katkı sağlamaktadır. Kimyasallar segmentinde gelirlerinin %86'sinin yabancı para bazlı olması, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde ciro ve karlılığa önemli katkılarda bulunmaktadır.
- Cam ev eşyası alanında karlılığa ve nakit üretimine odaklandı** - Şişecam Grubunun cam ev eşyası alanında faaliyet gösteren şirketi Paşabahçe tarafında, fabrika kapanışı ve fırın söndürülmesi sonrası kapasite konsolidasyonu etkin bir şekilde sağlandı. Paşabahçe, maliyet önlemleri ile son dönemde karlılığı yüksek ürünlerin üretimine odaklanmıştır.
- Uluslararası gelirler, iç piyasadaki olası daralmalarda şirkete avantaj sağlıyor** - Şirketin gelirlerinin yaklaşık %39'u yurtiçinden elde edilirken geri kalan kısım ihracat ve yurtdışı faaliyetlerden elde edilmektedir. Şişecam, iç piyasada olası daralmalarda ihracat pazarlarına yönelebilmekte, bu da karlılık üzerindeki olumsuz etkiyi sınırlamaktadır.
- Düşen borçluluk şirket için avantaj** - Küresel piyasalarda ve yurtiçinde sıkılaşan parasal ortamda güçlü sermaye ve düşük finansal kaldıraç kullanması (0,39x Net Borç/FAVÖK, 0,12x Net Borç/Özsermaye) Şişe Cam'ın önümüzdeki dönemlerde de büyüyen ihracat pazarlarına yönelik satınalma fırsatları oluştuğunda avantaj sağlarken, olası kriz ortamlarında da güçlü kalmasını sağlayacaktır.
- Hedef Değerimize göre %23 iskontolu işlem görüyor** - Şirket için parçaların toplamı yöntemiyle yaptığımız değerlendirme çalışması sonucunda Şişe Cam için 14,3 mlr TL Net Aktif Değer hesaplamaktayız. Hisse başı fiyat hedefimiz olan 6,35 TL'ye göre %23 iskontolu işlem gören Şişe Cam'ı, kısa vadede "Endekse Paralel Getiri", uzun vadede "TUT" önerisiyle izleme listemize ekliyoruz.

| Gelir Tablosu (TL mn)         | 2015   | 2016  | 2017   | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|-------------------------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Satış Gelirleri (net)         | 7.415  | 8.569 | 11.318 | 15.440 | 18.529 | 20.827 |
| FVÖK                          | 667    | 787   | 1.478  | 2.040  | 2.298  | 2.541  |
| Amortisman Giderleri          | 738    | 810   | 968    | 1.298  | 1.557  | 1.750  |
| FAVÖK                         | 1.405  | 1.597 | 2.446  | 3.338  | 3.855  | 4.292  |
| Diğer Gelir ve Giderler (Net) | 149    | 205   | 206    | 813    | 1.077  | 939    |
| Finansal Gelir/Gider (Net)    | -1.920 | -894  | -1.403 | -380   | -1.050 | -887   |
| VÖK                           | 900    | 1.174 | 1.942  | 3.771  | 3.882  | 4.344  |
| Vergiler                      | -95    | -134  | -205   | -113   | -106   | -120   |
| Durdurulan Faaliyetlerden K/Z | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Azınlık Payları               | 82     | 297   | 512    | 1.061  | 1.095  | 1.225  |
| Net Dönem Karı                | 723    | 743   | 1.225  | 2.597  | 2.681  | 3.000  |
| HBK                           | 0,3    | 0,3   | 0,5    | 1,2    | 1,2    | 1,3    |

| Bilanço (TL mn)                           | 2015          | 2016          | 2017          | 2018T         | 2019T         | 2020T         |
|-------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Nakit ve Benzerleri                       | 3.144         | 3.205         | 3.439         | 3.270         | 4.582         | 5.957         |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar              | 1.405         | 2.044         | 2.338         | 2.948         | 3.538         | 3.977         |
| Stoklar                                   | 1.669         | 1.960         | 2.141         | 2.709         | 3.251         | 3.654         |
| Duran Varlıklar                           | 9.093         | 11.462        | 12.941        | 19.686        | 22.226        | 24.611        |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar | 563           | 601           | 712           | 860           | 941           | 1.017         |
| Diğer Duran Varlıklar                     | 165           | 86            | 156           | 1.544         | 1.853         | 2.083         |
| <b>Toplam Aktifler</b>                    | <b>15.663</b> | <b>19.152</b> | <b>21.307</b> | <b>28.994</b> | <b>34.042</b> | <b>38.691</b> |
| Finansal Borçlar                          | 4.614         | 5.780         | 5.897         | 9.757         | 11.345        | 12.738        |
| Kısa Vadeli                               | 1.241         | 1.987         | 1.955         | 3.860         | 4.632         | 5.207         |
| Uzun Vadeli                               | 3.373         | 3.793         | 3.941         | 5.897         | 6.713         | 7.532         |
| Ticari Borçlar                            | 756           | 969           | 1.152         | 1.904         | 2.284         | 2.568         |
| Diğer Yükümlülükler                       | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Azınlık payları                           | 2.036         | 2.783         | 3.226         | 3.675         | 4.053         | 4.438         |
| Özkaynaklar                               | 7.466         | 8.546         | 9.837         | 12.412        | 14.927        | 17.555        |
| Net Borç                                  | 1.470         | 2.575         | 2.458         | 6.487         | 6.762         | 6.782         |

| Nakit Akım Tablosu (mn TL)   | 2016   | 2017   | 2018T  | 2019T  | 2020T  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| VÖK                          | 1.174  | 1.942  | 3.771  | 3.882  | 4.344  |
| Amortisman                   | 810    | 968    | 1.298  | 1.557  | 1.750  |
| Δ İşletme Sermayesi İhtiyacı | 717    | 293    | -9     | 637    | 659    |
| Vergi                        | -134   | -205   | -113   | -106   | -120   |
| Yatırım Harcaması            | -1.039 | -825   | -2.575 | -2.545 | -2.667 |
| Temettü Ödemesi              | 250    | 250    | 300    | 300    | 300    |
| Bedelli Sermaye Artırımı     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Δ Borçlanma Değişimi         | 1.166  | 117    | 3.861  | 1.588  | 1.393  |
| Diğer Nakit Giriş/Çıkış      | -2.883 | -2.307 | -6.700 | -4.001 | -4.287 |
| Yıl boyunca yaratılan nakit  | 2.944  | 2.540  | 6.531  | 5.314  | 5.661  |
| Dönemsonu Nakit              | 3.205  | 3.439  | 3.270  | 4.582  | 5.957  |

| Büyüme  | 2016  | 2017  | 2018T  | 2019T | 2020T |
|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Satış   | 15,6% | 32,1% | 36,4%  | 20,0% | 12,4% |
| FAVÖK   | 13,7% | 53,2% | 36,4%  | 15,5% | 11,3% |
| Net Kar | 2,8%  | 64,8% | 111,9% | 3,2%  | 11,9% |

| Çarpanlar   | 2016  | 2017 | 2018T | 2019T | 2020T |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|
| FD/Satışlar | 1,9   | 1,5  | 1,1   | 0,9   | 0,8   |
| FD/FAVÖK    | 10,34 | 6,75 | 4,95  | 4,28  | 3,85  |
| F/K         | 15,68 | 9,51 | 4,49  | 4,35  | 3,89  |
| PD/DD       | 1,36  | 1,18 | 0,94  | 0,78  | 0,66  |

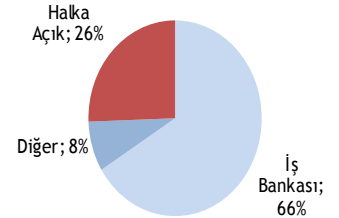
| Finansal Rasyolar        | 2016  | 2017  | 2018T | 2019T | 2020T |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Öz Sermaye Karlılığı     | 9,3%  | 13,3% | 23,3% | 19,6% | 18,5% |
| FAVÖK Marjı              | 18,6% | 21,6% | 21,6% | 20,8% | 20,6% |
| Net Kar Marjı            | 8,7%  | 10,8% | 16,8% | 14,5% | 14,4% |
| Net Borç/Özsermaye       | 0,30  | 0,25  | 0,52  | 0,45  | 0,39  |
| Net Borç/FAVÖK           | 1,61  | 1,00  | 1,94  | 1,75  | 1,58  |
| KV Borç/ UV Borç         | 52,4% | 49,6% | 65,5% | 69,0% | 69,1% |
| Öz Sermaye/Aktif Toplamı | 59,2% | 61,3% | 55,5% | 55,8% | 56,8% |
| Borç/Öz Kaynak           | 0,6   | 0,5   | 0,7   | 0,7   | 0,7   |
| Faiz Karşılama Gücü      | 0,9   | 1,1   | 5,4   | 2,2   | 2,9   |
| Cari Oran                | 1,2   | 1,0   | 1,1   | 1,2   | 1,2   |
| Nakit Temettü            | 250,0 | 250,0 | 300,0 | 300,0 | 300,0 |

|                             |                         |
|-----------------------------|-------------------------|
| Şirket                      | Şişe Cam                |
| Hisse Kodu                  | SISE - SISE TI, SISE IS |
| Vakıf Yatırım Öneri         | TUT                     |
| Kapanış (TL)                | 5,18                    |
| Hedef Fiyat (TL)            | 6,35                    |
| Cari Piyasa Değeri (mn TL)  | 11.655                  |
| Hedef Piyasa Değeri (mn TL) | 14.280                  |
| Yükselme Potansiyeli        | 23%                     |

#### Şişe Cam Hakkında

Şişe Cam, cam sektörünün Cam Ambalaj, Düzcam, Kimyasallar ve Cam Ev Eşyası faaliyet alanında lider şirketleri olan Anadolu Cam, Trakya Cam, Soda Sanayi ve Paşabahçe'yi konsolide etmektedir. 13 ülkede üretim tesisi bulunan, 150 ülkeye ihracat gerçekleştiren Şişe Cam, konsolide gelirlerinin %60'a yakını uluslararası gelirlerden sağlamaktadır. Düşük borçluluk ve güçlü sermaye tabanı ise Şişe Cam'a güç katmaktadır.

#### Ortaklık Yapısı



#### SWOT Analiz

##### Güçlü Yönler

- Küresel konumlanması
- İhracat Kapiliyeti
- Düşük finansal kaldıraç

##### Zayıf Yönler

- Yurtiçi pazar payının korunması zorunluluğu

##### Fırsatlar

- Sıkışan parasal ortamda satın alma olanakları artabilir
- Çin'de kapasite kapanışları

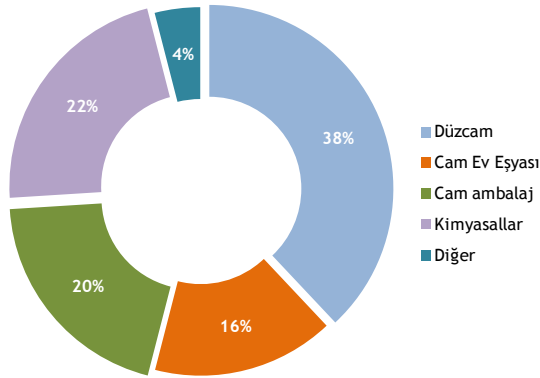
##### Tehditler

- İç tüketimde sert zayıflama
- İhracat pazarlarında jeopolitik risk artışı

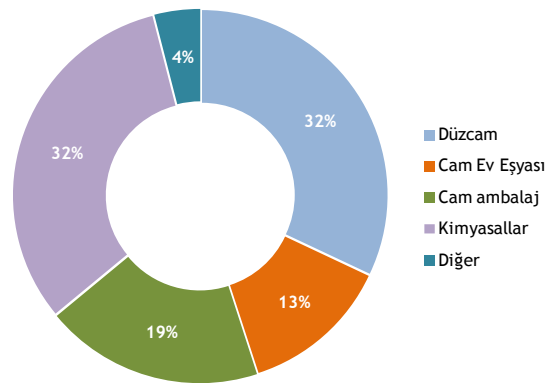
### Şişe Cam: Düşük kaldıraç kullanımı avantaj sağlayacak

- **Düzcamlar faaliyetleri, konsolide gelirler içinde ağırlığa sahip** - 9A18'de Şişe Cam'ın konsolide cirosunun yaklaşık %38'i düzcamlar faaliyetlerinden gelirken kimyasallar ve cam ambalaj sektörlerinin ağırlığı sırasıyla %22 ve %20 olmuştur. Faaliyetler içinde kimyasallar iş kolunun karlılığı ön plana çıkmakta. 9A18'de FAVÖK'ün %32'si düzcamlar, %32'si de kimyasallar iş kolundan gelmiştir. Kimyasallar faaliyetlerinde gelirlerin %86'sının yabancı para bazlı olması, TL'nin son dönemde yaşadığı değer kaybı ile birlikte bu iş kolundan elde edilen ciro ve karlılıkta önemli artışlar görmemize neden olmaktadır.

Grafik 21 - Faaliyet alanlarının gelire katkısı



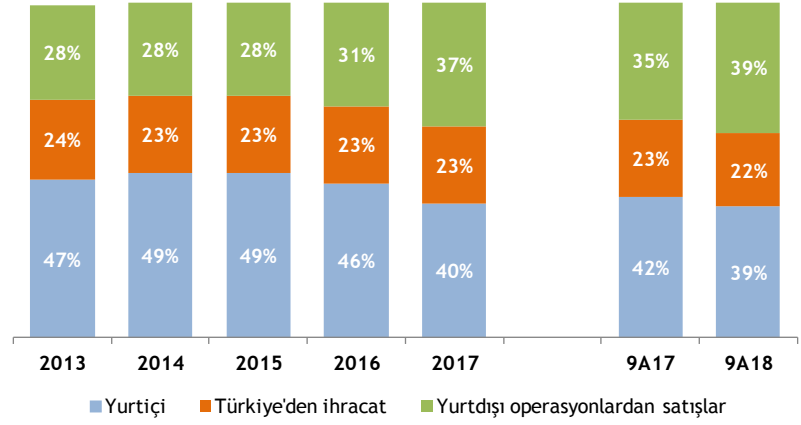
Grafik 22 - Faaliyet alanlarının FAVÖK'e katkısı



Kaynak: Şişe Cam, 9A18

- **Cam ev eşyası alanında karlılığa ve nakit üretimine odaklandı** - Küresel Cam Ev Eşyası pazarının 40%'ını 3 büyük global üretici oluşturmaktadır. Şişe Cam altında konsolide edilen ve cam ev eşyası alanında faaliyet gösteren Paşabahçe, 10% pazar payı ile bu küresel oyuncular arasında 3. sırada yer almaktadır. Rusya ve Bulgaristan'da da üretim tesisleri olan Paşabahçe son olarak Mısır'da üretim hattı satın almıştır. Pazarın daralması ve Avrupa'daki agresif fiyatlamalar ardından Paşabahçe, fabrika kapanışı ve fırın söndürülmesi ile birlikte kapasite konsolidasyonunu sağlayarak, aldığı maliyet önlemleri ile son dönemde karlılığı yüksek ürünlerin üretimine odaklandı. Bu senenin başında fiyatların yurtiçinde TL bazında %15, Avrupa'da ise € bazında %3 yükselmesi, şirketin finansallarına olumlu katkı sağlamakta. Paşabahçe üretiminin yaklaşık üçte ikisini ihraç etmektedir. Topluluğun halka açık olmayan cam ev eşyası segmentinde faaliyet gösteren Paşabahçe'nin, güçlendirilmeye çalışılan yapısı ve mevcut piyasa koşulları altında, kısa vadede halka arzının gündeme gelmesini beklemiyoruz.
- **Uluslararası gelirler, iç piyasadaki olası daralmalarda şirkete avantaj sağlıyor** - Şişecam'ın gelirlerinin 9A18 itibarıyla %39'u yurtiçinden sağlanırken, %22'si Türkiye'den yapılan ihracatla, %39'u da yurtdışı operasyonlarından elde edilen gelirlerle desteklenmektedir. Şirket gelirlerinin %25'ini Avrupa'dan elde etmektedir. İç piyasada olası daralmalarda, şirket ihracat pazarlarına yönelebilmektedir. Böylece daralan iç piyasa koşullarının şirket karlılığı üzerine olası etkilerinin de sınırlanacağını düşünüyoruz.

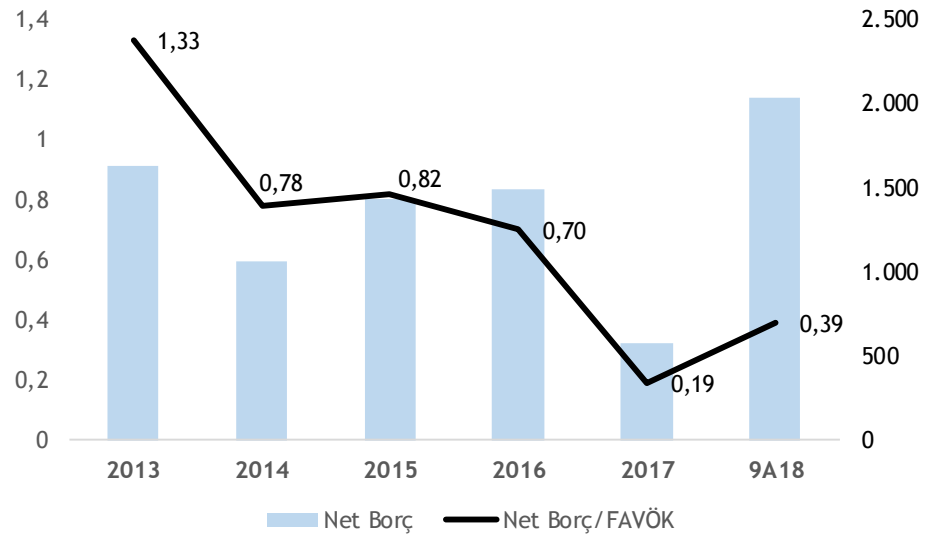
Grafik 23 - Satış gelirlerinin coğrafi dağılımı



Kaynak: Şişe Cam, 9A18

- **Düşen borçluluk şirket için avantaj** - 500 mn \$ tutarındaki finansal yatırımları da göz önüne aldığımızda, 9A18 itibarıyla Şişe Cam'ın Net Borç/FAVÖK oranı 0,39, Net Borç/Özsermaye oranı ise 0,12 seviyesindedir. Küresel piyasalarda ve yurtiçinde sıkılaşan parasal ortamda güçlü sermaye ve düşük finansal kaldıraç kullanması şirketin önümüzdeki dönemlerde de büyüyen ihracat pazarlarına yönelik satınalma fırsatları oluştuğunda avantaj sağlarken, olası kriz ortamlarında da güçlü kalmasını sağlayacaktır.

Tablo 5 - Finansal Kaldıraç



Kaynak: Şişe Cam, 9A18

## Değerleme

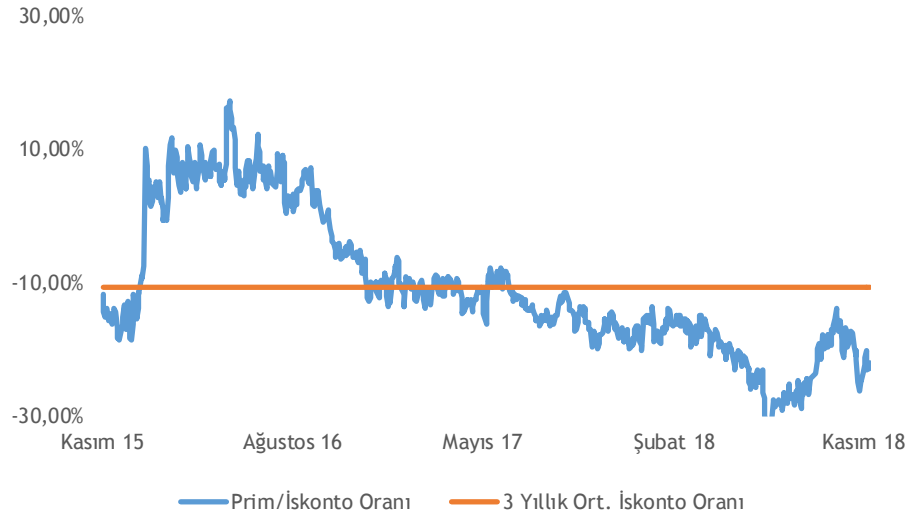
- **Net Aktif Değerine göre %18 iskontolu işlem görmekte** - Şirket için yapmış olduğumuz değerlendirme çalışması sonucunda Şişe Cam için yaklaşık 14,3 mlr TL Net Aktif Değer hesaplamaktayız.

| Net Aktif Değer Tablosu - mın TL     | Şişe Cam'ın Payı | Değerleme Yöntemi      | Hedef Değer | SİSE Payının Değeri | % NAD |
|--------------------------------------|------------------|------------------------|-------------|---------------------|-------|
| <b>Halka Açık Şirketler</b>          |                  |                        |             |                     |       |
| Cam Ambalaj - Anadolu Cam            | 77%              | İNA                    | 3.216       | 2.476               | 16%   |
| Kimyasallar - Soda Sanayi            | 61%              | İNA                    | 10.377      | 6.330               | 41%   |
| Düzcamlar - Trakya Cam               | 69%              | İNA                    | 5.117       | 3.531               | 23%   |
| <b>Halka Açık Olmayan Şirketler</b>  |                  |                        |             |                     |       |
| Cam Ev Eşyası - Paşabahçe            | 84%              | İNA / FD/FAVÖK 6,00x   | 1.738       | 1.460               | 10%   |
| Enerji ve Arsa Portföyü              |                  | İNA / Ekspertiz Değeri | 1.534       | 1.534               | 10%   |
| Toplam                               |                  |                        |             | 15.332              |       |
| Şişe Cam Net Nakit                   |                  |                        |             | 106                 |       |
| Toplam NAD                           |                  |                        |             | 15.438              |       |
| Mevcut Piyasa Değeri                 |                  |                        |             | 11.655              |       |
| Holding İskontosu (%7,5) Sonrası NAD |                  |                        |             | 14.280              |       |
| NAD'a göre İskonto (Prim)            |                  |                        |             | -18,4%              |       |
| Hedef Hisse Başı Fiyat - TL          |                  |                        |             | 6,35                |       |

Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

- Şişe Cam'ın son 3 yıllık Net Aktif Değerine göre iskontosu %11 seviyesinde yer almaktadır. Rapor tarihi itibarıyla Şişe Cam'ın NAD'a göre iskonto oranı %18 düzeyinde olup, son 1 yıllık ortalama iskonto oranı olan %21 seviyesine yakın seyretmektedir.

Grafik 24 - NAD'a göre Prim/İskonto



Kaynak: Vakıf Yatırım Araştırma

## Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Öneri Metodolojisi

### Hisse Senedi Öneri Metodolojisi

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Vakıf Yatırım") araştırma raporlarında izleme listesinde yer alan şirketler için "Gelecek 12 aya yönelik öneri" ve "Kısa Vadeli Öneri" olmak üzere ikili bir öneri sistemi uygulamaktadır.

1. **Gelecek 12 aya yönelik öneri:** Şirket ile ilgili yapılan detay analiz ve değerlendirme çalışması sonrası ulaşılan özkaynak getiri beklentisi dikkate alınarak ve nakit temettü getirisi dahil hissenin 12 aya kadar elde tutulması durumunda sağlaması beklenen getiri oranları çerçevesinde verilmektedir.

Burada AL, TUT, SAT olmak üzere üç temel öneri verilmektedir.

Bu önerilerin hangi yüzdesel yükseliş beklentileri doğrultusunda verileceği konusunda ise dinamik bir modelleme kullanıyoruz. Buna göre;

- **TUT (T)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" kadar (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş veya düşüş potansiyeli içermesi.
- **AL (A)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) yükseliş potansiyeli içermesi
- **SAT (S)** - Hedef Değerin, hissenin en son kapanış fiyatına göre "Risksiz Faiz Oranı + Hisse Senedi Risk Primi" den fazla (en yakın %5'lik dilime yuvarlanmış olarak) düşüş potansiyeli içermesi.

Yukarıdaki tabloda belirlenen sınırlar, piyasanın doğası gereği geçici sürelerle ihlal edilebilir. Örneğin değerlemelerde dikkate alınmayan olumlu bir gelişmenin fiyatlanmasıyla AL önerimiz olan hisse senedi, hedef değerinin üstüne çıkabilir veya tersi bir durum söz konusu olabilir. Bu tür ihlallerin 3 aydan fazla sürmesi durumunda hedef değer ve öneri güncellemesi yayınlanması gereklidir. Bu durumda yeni güncel rapor yayınlanıncaya kadar öneri Revize Ediliyor (RE) olarak belirtilir.

Gelecek 12 aya yönelik öneri değişikliği şirket değerlemesini etkileyecek her türlü gelişme ve piyasa fiyatındaki hareketler dikkate alınarak ve şirket ile ilgili bir güncelleme raporu yayınlanarak yapılır. Nakit temettü ödemesi ve sermaye artırımları nedeniyle hedef fiyatlarda uyarlamalar ise rapor yayınlamaksızın gerçekleştirilir.

Eğer değerlendirme değişimine sebep olan etken şirkete özel bir gerekçe ile değil, değerlendirme parametrelerinin (kur, faiz, büyüme, iskonto oranları vs) değişimi sonucu oluyorsa hedef değer güncellemesi tek tek şirketler için rapor yazılmaksızın topluca ve herhangi bir zamanlama kısıtlaması olmaksızın yapılabilir.

2. **Kısa Vadeli Öneri:** Hisse senedinin çeşitli gerekçelerle kısa vade için (3 ay) gelecek 12 aya yönelik öneri paralelinde hareket edeceği veya ayrıacağı düşünülmüyorsa bu görüşümüz kısa vadeli öneriler ile vurgulanacaktır. Bu öneri sistemimiz ise aşağıdaki gibi üç şekildedir.

- **Endekse Paralel Getiri (EPG)** : Kısa vadede endekse veya sektör endeksine paralel getiri beklentisi
- **Endeksin Üzerinde Getiri (EÜG):** Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin üzerinde getiri beklentisi
- **Endeksin Altında Getiri (EAG)** : Kısa vadede endeksin veya sektör endeksinin altında getiri beklentisi

Endeksin üzerinde ve altında getiri için herhangi bir rölatif getiri sınırı bulunmamaktadır.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan çalışmalarda ilgili hisse ile ilgili kullanılabilecek diğer tanımlamalar ve kısaltmalar;

- **Kapsam Dışı (KD)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan hisse senetlerini ifade eder.
- **Öneri Yok (OY)** - Herhangi bir hedef değer ve önerimiz olmayan ancak izleme listemizde olan hisse senetlerini ifade eder. Hedef değer ve öneri ile ilgili 180 takvim günü içerisinde herhangi bir revize rapor yayınlanmamış hisse senetleri de bu kapsama girmiş sayılır.
- **Revize Ediliyor (RE)** - Öneri Listemizde olan ancak çeşitli gerekçelerle öneri ve hedef değerimizi güncelleme gereği duyulan şirketlerin bu geçiş periyodunda olduğunu ifade etmek için kullanılır.
- **Kısıtlı (K)** - Yasal, düzenleyici kuruluş veya sözleşmelerden doğan yükümlülükler nedeniyle ilgili şirket hisseleri için herhangi bir hedef değer ve öneri verilmesinin kısıtlanmış olduğunu ifade eder.

## Sektör Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan sektör raporlarında;

- **İYİMSER** - 12 aylık dönemde sektördeki koşullarının olumlu gelişmesi
- **KÖTÜMSER**- 12 aylık dönemde sektördeki fiyatlama ve rekabet koşullarının olumsuz gelişmesi
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde sektörde önemli bir değişiklik yaşanmaması beklentilerini ifade eder.

## Piyasa Öneri Metodolojisi

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan piyasaya yönelik strateji raporlarında;

- **AĞIRLIĞI ARTIR** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumlu beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının artırılmasını ifade eder
- **AĞIRLIĞI AZALT** - 12 aylık dönemde Piyasaya yönelik olumsuz beklentiler nedeniyle hisse senedi pozisyonlarının portföy içindeki ağırlığının azaltılmasını ifade eder
- **NÖTR** - 12 aylık dönemde Mevcut durumu değiştirecek önemli bir beklentinin olmaması durumunu ifade eder.

Araştırma ve Strateji bölümü tarafından hazırlanan önerilerin işaret ettiği endeks hedef değeri ile piyasa önerisi paralel olmalıdır. Buna göre örneğin endeks için AĞIRLIĞI ARTIR şeklinde bir öneri yapılmışken Vakıf Yatırım izleme listesindeki hisselerin işaret ettiği yükselme potansiyelinin bu öneriyi teyit etmesi gerekmektedir.

Ayrıca Vakıf Yatırım izleme listesindeki şirketlerin adet olarak ve/veya halka açık piyasa değeri ağırlıklı olarak öneri dağılımının piyasa önerisine paralel olması beklenirken, daha dengeli bir izleme listesi oluşturulması maksadıyla herhangi bir dönemde AL ve SAT önerilerinin toplam öneriler içindeki ağırlığının %20'den az olmaması hedeflenmektedir.

Yukarıdaki her iki durum için dönemsel ve geçici ihlaller olabileceği kabul edilmekle birlikte 3 ayı geçen uyumsuzluklarda öneri revizyonu yapılması gerekliliği bulunmaktadır.

## Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

**Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE**

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Mehmet Emin ZÜMRÜT, CIFE**

Direktör - Hisse Senedi Strateji, SGMK

**Selahattin AYDIN**

SELAHATTIN.AYDIN@vakifyatirim.com.tr

Müdür

Teknik Strateji, Çimento, Cam, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler

**Mehtap İLBİ**

MEHTAP.ILBI@vakifyatirim.com.tr

Müdür Yardımcısı

Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon

**Tuğba SAYGIN**

TUGBA.SAYGIN@vakifyatirim.com.tr

Kıdemli Analist

Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler

**Nazlıcan ŞAHAN**

NAZLICAN.SAHAN@vakifyatirim.com.tr

Analist

Makro Ekonomi, Strateji, SGMK

**Umut Deniz PAK**

UMUTDENIZ.PAK@vakifyatirim.com.tr

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 şekil ve surette olursa üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.