

07 Ağustos 2023 Pazartesi

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	75,00	FD/FAVÖK (Cari)	9,5x
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	54,85	F/K (Cari)	9,1x

UFRS Gelir Tablosu - Özet (mn TL)	Açıklanan					Beklenti		Sapma %	
	2Ç23	1Ç23	Çeyreksel %	2Ç22	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	30.069	28.365	6%	23.258	29%	29.993	29.864	0%	1%
FAVÖK	5.245	5.708	-8%	5.774	-9%	5.699	5.579	-8%	-6%
Net Dönem Karı	5.705	2.364	141%	5.337	7%	4.793	4.759	19%	20%
Brüt Kar Marjı	32,4%	33,8%	-1,3 yp	37,1%	-4,7 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	17,4%	20,1%	-2,7 yp	24,8%	-7,4 yp	19,0%	18,7%	-1,6 yp	-1,2 yp
Net Kar Marjı	19,0%	8,3%	10,6 yp	22,9%	-4 yp	16,0%	15,9%	3 yp	3 yp

Kaynak: Şirket, Research Turkey, VKY Araştırma ve Strateji

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

Şişecam, 2Ç23 dönemini, hem beklentimizin hem de piyasa tahminlerinin üzerinde, yıllık %7 yükselişle 5,7 mlr TL net kar ile tamamladı. Finansallar öncesinde son bir ayda şirket hisseleri endeksten %2,2, son üç ayda ise %9,5 negatif ayrıştı. Şirket finansallarının ardından Şişecam için hisse başı hedef fiyatımızı, makro öngörülerimizdeki yukarı revizyonlara bağlı olarak, 60,8 TL seviyesinden 75 TL seviyesine güncelliyoruz, kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" olan önerilerimizi ise koruyoruz.

- Operasyonel performans beklentilerle uyumlu seyretti** - Yılın ikinci çeyreğinde, Şişe Cam'ın toplam satış gelirleri beklentimize ve piyasa öngörülerine paralel, yıllık %29 yükselişle 30 mlr TL olarak gerçekleşti. Küreselde, Asya pazarının yarattığı düşük maliyetli ürün bolluğu sebebiyle artan rekabet ve enerji maliyetlerindeki düşüş fiyatlar üzerinde baskı yaratmaya devam etti. Ayrıca cam üretiminde, stok optimizasyonu stratejisi ve kapasite kullanım planlamaları bu çeyrekte de uygulanmaya devam ederken bazı tesislerde soğuk tamir çalışmalarının yapıldığı görüldü. 2Ç23 döneminde segment bazında gelir kırılımı incelendiğinde, mimari cam segmenti hariç yıllık bazda tüm segmentlerde artış görüldü. Yurt dışı pazarda, uygulanan sıkı para politikaları sebebiyle yavaşlayan inşaat sektörünün yanı sıra yurt içinde yaşanan seçim belirsizliği ve deprem afetinden etkilenen inşaat sektörü, mimari cam segmentindeki gerilemede etkili oldu. Endüstriyel cam segmentinde ise otomotiv sektöründe geçen yıla kıyasla görülen toparlanma iş kolunun performansında etkili olurken, cam elyaf tarafında ise güçlü TL karşısında ithal ürünler cazip olmaya devam etti. Cam ambalaj segmentinde Yenişehir, Rusya ve Gürcistan tesislerindeki soğuk tamirlerin satış performansı üzerindeki etkilerinin aksine, yüksek sezonun başlaması sebebiyle özellikle içecek sektöründe görülen talep artışı segmentteki ciro artışını olumlu etkiledi. Cam ev eşyası segmentinde, küreselde yüksek enflasyonist ortamın tüketici duyarlılığını zayıflatması ve düşük maliyetli ithal ürün bolluğuna rağmen yapılan fiyat ayarlamaları ve HORECA kanalının yüksek sezon açılışıyla güçlenmesi segmentin toplam ciroya katkısını destekledi. Kimyasallar segmentinde ise müşteri sektörlerdeki iştahsızlığa karşın Mersin limanındaki sıkışıklığın alternatif lojistik çözümlerle telafi edilmesi ihracat performansını güçlendirdi.

Segment Bazında Gelir Kırılımı (mn TL)	2Ç23	2Ç22	YoY	1Ç23	QoQ	6A23	6A22	YoY
Mimari Cam	6.013	6.322	-5%	5.726	5%	11.738	11.194	5%
Endüstriyel Cam	2.635	2.073	27%	2.818	-6%	5.453	3.624	50%
Cam Ev Eşyası	3.622	2.403	51%	3.415	6%	7.036	4.183	68%
Cam Ambalaj	5.598	4.178	34%	4.634	21%	10.231	6.823	50%
Kimyasallar	8.658	5.847	48%	7.638	13%	16.296	10.329	58%
Enerji	2.936	1.860	58%	3.651	-20%	6.587	3.116	111%
Diğer	608	575	6%	484	26%	1.092	964	13%
Toplam	30.069	23.258	29%	28.365	6%	58.434	40.232	45%

Kaynak: Şirket

- Yılın ikinci çeyreğinde FAVÖK, beklentilerin hafif altında, yıllık %9 düşüşle 5,2 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. Brüt kar marjı, yıllık 4,7 puan gerileyerek 2Ç23 döneminde %32,4 seviyesinde gerçekleşirken, FAVÖK marjı ise yıllık 7,4 puan gerileyerek %17,4 oldu. Asya pazarının yarattığı rekabet, Avrupa'da cam sektöründeki yavaşlama, küreselde uygulanan stok optimizasyonları, enerji maliyetlerinin fiyatlar üzerindeki baskısı ve müşteri sektörlerin temkinli alımları bu çeyrekte karlılığı etkileyen faktörler olarak sıralanabilir.

Segment Bazında FAVÖK Kırılımı (mn TL)	2Ç23	2Ç22	YoY	1Ç23	QoQ	6A23	6A22	YoY
Mimari Cam	1.400	2.218	-37%	1.578	-11%	2.979	3.986	-25%
Endüstriyel Cam	146	277	-47%	129	13%	275	469	-41%
Cam Ev Eşyası	1.191	483	146%	634	88%	1.825	875	109%
Cam Ambalaj	1.664	856	94%	742	124%	2.405	1.484	62%
Kimyasallar	2.978	2.108	41%	2.490	20%	5.468	3.476	57%
Enerji	21	81	-75%	48	-57%	68	220	-69%
Diğer	408	477	-14%	843	-52%	1.251	889	41%
Eliminasyon	25	-181	-114%	-117	-121%	-92	-271	-66%
Toplam	7.832	6.290	25%	6.348	23%	14.180	11.128	27%

Kaynak: Şirket

- Net kar beklentileri aştı** - Şişecam'ın net karı ilk çeyrekte hem beklentimizin hem de piyasa tahminlerinin %20 üzerinde, yıllık %7 artarak 5,7 mlr TL olarak gerçekleşti. 2Ç23 döneminde, beklentilerimizin üzerinde gelen operasyonel olmayan gelirler net kar tahminimizdeki sapmada etkili oldu. Şirketin 1Ç23 dönemindeki 22,6 mlr TL'lik net borç pozisyonu 2Ç23 döneminde 35,3 mlr TL'ye ulaşırken, Net Borç/FAVÖK rasyosu ise 1,03x seviyesinden 1,65x seviyesine yükseldi.

- **Değerleme ve öneri** - Şirketin 2Ç23 finansalları, operasyonel performans tarafında beklentilere paralel, net kar tarafında ise beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Finansallar öncesinde son bir ayda şirket hisseleri endeksten %2,2, son üç ayda ise %9,5 negatif ayrıştı. Şirket finansallarının ardından Şişecam için hisse başı hedef fiyatımızı, makro öngörülerimizdeki yukarı revizyonlara bağlı olarak, 60,8 TL seviyesinden **75 TL** seviyesine güncelliyoruz, kısa vadeli **“Endeksin Üzerinde Getiri”** ve uzun vadeli **“AL”** olan önerilerimizi ise koruyoruz.



VakıfBank Grubu İştirakidir.

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

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Selahattin AYDIN	Direktör
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür
Hande İrem YILDIZ	Analist
Dilara ÇAYAN	Analist
Şule ÖZKAN	Analist

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

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