

Kısa Vadeli Öneri	Endeksin Üzerinde Getiri	Hedef Fiyat (TL)	60.80	FD/FAVÖK (Cari)	7.3x				
Uzun Vadeli Öneri	AL	Kapanış Fiyatı (TL)	43.04	F/K (Cari)	6.8x				
UFRS Gelir Tablosu - Özet		Açıklanan		Beklenti		Sapma %			
(milyon TL)	4Ç22	3Ç22	Çeyreksel %	4Ç21	Yıllık %	VKY	Kons.	VKY	Kons.
Net Satışlar	29,070	26,047	12%	11,045	163%	29,093	29,102	0%	0%
FAVÖK	4,631	5,731	-19%	2,387	94%	5,781	5,779	-20%	-20%
Net Dönem Karı	5,589	4,801	16%	4,945	13%	3,352	4,675	67%	20%
Brüt Kar Marjı	28.2%	37.9%	-9.8 yp	33.9%	-5.8 yp	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
FAVÖK Marjı	15.9%	22.0%	-6.1 yp	21.6%	-5.7 yp	19.9%	19.9%	-3.9 yp	-3.9 yp
Net Kar Marjı	19.2%	18.4%	0.8 yp	44.8%	-25.5 yp	11.5%	16.1%	7.7 yp	3.2 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

Beklentileri aşan net kar yerine zayıf operasyonel performans fiyatlanabilir (-)

Şişecam, yılın son çeyreğini, hem beklentimizin hem de piyasa tahminlerinin üzerinde, yıllık %13 artışla 5,59 milyar TL net kar ile tamamladı. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışı ve kaydedilen ertelenmiş vergi geliri, net kar beklentimizdeki sapmada etkili oldu. Operasyonel tarafta artan enerji, işçilik ve lojistik giderleri marjlarda düşüşte etkili oldu. Piyasanın beklentileri aşan net karlılık yerine zayıf operasyonel performansı fiyatlayabileceğini düşünüyoruz. Finansallar öncesinde son bir ayda şirket hisseleri endeksi %5,1 yenmeyi başarırken, son üç ayda endeksten %7,3 pozitif ayrıştı. Modelimizdeki makro değişkenler ve segmentlerdeki fiyat güncellemelerimiz sonrasında Şişecam için hisse başı fiyat hedefimizi 60,80 TL (önceki: 45,80 TL) seviyesine güncelliyoruz. Kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" önerilerimizi ise sürdürüyoruz.

- Gelir büyümesi beklentilere paralel gerçekleşti** - Yılın son çeyreğinde, Şişecam'ın toplam satış gelirleri beklentimize ve piyasa öngörülerine paralel, yıllık %163 yükselişle 29 milyar TL olarak gerçekleşti. Yılın tamamında ise şirketin konsolide gelirleri yıllık %197 artışla 95 milyar TL seviyesine ulaştı. Kimyasallar ve mimari camlar segmentleri, bu çeyrekte de toplam gelirlere en fazla katkıyı veren segmentler olmaya devam etti. Kimyasallar segmentinin toplam gelirler içindeki payı %28 (4Ç21: %18), mimari camlar segmentinin %24 (4Ç21: %29) seviyesinde gerçekleşirken, cam ambalajın payı %20 (4Ç21: %22), cam ev eşyasının payı ise %11 (4Ç21: %16) oldu. Kimyasallar segmentinin gelirleri bu çeyrekte yıllık %310 (+%50 hacim, +%260 fiyatlama, kur, ürün miksi) artışla 8,1 milyar TL seviyesine yükselirken, mimari camlar segmentinin gelirleri yıllık %119 (-%13 hacim, +%132 fiyatlama, kur, ürün miksi) büyüme ile 7 milyar TL seviyesinde gerçekleşti. Düzcamlar tarafında çeyreklik bazda mimari camlar segmentinin gelirleri %9 artış kaydederken, yılın son çeyreğinde otomotiv sektöründeki hafif toparlanmanın etkisiyle, oto cam gelir büyümesi çeyreklik bazda %39 seviyesinde gerçekleşti. Cam ev eşyası segmenti gelirleri, çeyreklik bazda %23 artış kaydederken, talep küresel enflasyonist ortam nedeniyle baskılandı. Cam ambalaj tarafında ise, güçlü fiyatlama, kur ve ürün miksi karşılık, salgın sonrasında getirdiği yüksek baz, düşük sezon olması ve Rusya'ya uygulanan yaptırımlara bağlı olarak, satış hacminde yıllık bazda %12 gerileme gözlemlendi.

Segment Bazında Gelir Kırılımı (mn TL)	4Ç22	4Ç21	YoY	3Ç22	QoQ	2022	2021	YoY
Mimari Cam	7.015	3.205	119%	6.464	9%	24.673	9.170	169%
Oto Cam	1.967	1003	96%	1.416	39%	6.314	3.230	95%
Cam Ev Eşyası	3.246	1.715	89%	2.647	23%	10.215	4.876	109%
Cam Ambalaj	5.713	2.418	136%	5.389	6%	18.056	7.472	142%
Kimyasallar	8.112	1.978	310%	8.177	-1%	28.270	5.865	382%
Diğer	3.016	725	316%	1.955	54%	7.822	1.445	441%
Toplam	29.070	11.044	163%	26.048	12%	95.349	32.058	197%

Kaynak: Şirket

- FAVÖK, beklentimizin ve piyasa tahminlerinin %20 altında kaldı** - Bu çeyrekte özellikle artan enerji, işçilik ve lojistik maliyetlerin etkisiyle, şirketin brüt ve FAVÖK marjlarında önemli gerileme gözlemlendi. Brüt kar marjı, yıllık 5,8, çeyreklik ise 9,8 puan gerileyerek 4Ç22 döneminde %28 seviyesinden yılı tamamladı. FAVÖK marjı ise yıllık 5,7, çeyreklik ise %6,1 puan gerileyerek %15,9 ile yılı tamamladı. Son çeyrekte FAVÖK, beklentilerin %20 altında, çeyreklik %19 düşüş, yıllık %94 yükselişle 4,63 mlr TL seviyesinde gerçekleşti. 4Ç22 döneminde, çeyrek bazda tüm segmentlerde FAVÖK gerileme gösterirken, FAVÖK'e en önemli destekler kimyasallar ve mimari cam segmentlerinden geldi. Kimyasallar segmentinin FAVÖK içindeki payı %33 (4Ç21: %19), mimari camlar segmentinin payı %33 (4Ç21: %46) olarak gerçekleşti. Operasyonel tarafta beklentilerin altında kalınmasına karşılık, yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerlendirme artışı yanı sıra kaydedilen ertelenmiş vergi gelirinin etkisiyle Şişecam'ın net karı son çeyrekte beklentimizin %67, piyasa tahminlerinin ise %20 üzerinde, yıllık %13 artışla 5,59 mlr TL olarak gerçekleşti. Şirketin 3Ç22 dönemindeki 18,6 mlr TL'lik net borç pozisyonu 4Ç22 döneminde 17,8 mlr TL'ye düşerken, Net Borç/FAVÖK rasyosu ise 1,02x seviyesinden 0,87x seviyesine geriledi.

Segment Bazında FAVÖK Kırılımı (mn TL)	4Ç22	4Ç21	YoY	3Ç22	QoQ	2022	2021	YoY
Mimari Cam	1.995	1.434	39%	2.105	-5%	8.094	3.372	140%
Oto Cam	-275	-62	344%	18	-1628%	-21	103	-120%
Cam Ev Eşyası	497	523	-5%	595	-16%	2.018	1.215	66%
Cam Ambalaj	1.298	665	95%	946	37%	3.708	1.973	88%
Kimyasallar	2.000	592	238%	2.516	-21%	8.519	2.175	292%
Diğer	477	-34	-1503%	296	61%	1.519	38	3897%
Eliminasyon	-157	-234	-33%	-312	-50%	-687	-282	144%
Toplam	5.834	2.884	102%	6.164	-5%	23.151	8.594	169%

Kaynak: Şirket

- Değerleme ve öneri** - Şirketin 4Ç22 finansalları, operasyonel performans tarafında beklentilerin altında kalsa da net kar tarafında beklentilerin üzerinde gerçekleşti. Piyasanın, beklentileri aşan net karlılık yerine zayıf operasyonel performansı fiyatlayabileceğini düşünüyoruz. Finansallar öncesinde son bir ayda şirket hisseleri endeksi %5,1 yenmeyi başarırken, son üç ayda endeksten %7,3 pozitif ayrıştı. Hem modelimizdeki makro değişkenlerde hem de segmentlerdeki fiyat güncellemeleri sonrasında Şişe Cam için hisse başı fiyat hedefimizi 60,80 TL (önceki:45,80 TL) seviyesine güncelliyoruz. Kısa vadeli "Endeksin Üzerinde Getiri" ve uzun vadeli "AL" önerilerimizi ise sürdürüyoruz.



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.