

ŞİŞECAM SİSE Tİ

AL

Önceki tavsiye: AL

TEB YATIRIM
BNP PARİBAS ORTAKLIĞI

HEDEF FİYAT	74.60 TL
KAPANIŞ	54.85 TL
GETİRİ	+36.0%
ÖNCEKİ HF	67.50 TL
HF DEĞİŞİM	10.52%

Güçlü net kâr

■ 2Ç23 net kârı beklentileri aştı

Şişecam 2Ç23'te yıllık bazda %7 ve çeyreklik bazda %141 artışla TRY5,7 milyar net kar açıkladı. Beklenenin üzerinde gerçekleşen iştirak gelirleri ile yatırım faaliyetlerinden gelirler sayesinde net kar bizim beklentimiz TRY4,7 milyar ile piyasa tahmini TRY4,8 milyarın üzerinde gerçekleşti. 6A23 net karı ise yıllık bazda %9 gerileyerek TRY8,1 milyar oldu.

■ Düşük cam talebi büyümeyi baskıladı

Satış gelirleri yıllık bazda %29 artışla TRY30 milyar oldu ve beklentilere paralel gerçekleşti. Düşük cam talebi sebebiyle, düşük baza sahip endüstriyel camlar dışında tüm segmentlerde hacim daralması yaşandı. Yine de sadece mimari camların cirosu yıllık bazda %5 geriledi. Fiyat artışları sayesinde diğer tüm segmentlerde çift haneli büyüme yaşandı. Talebin baskı altında kalmaya devam edeceğini düşünsek de TL'deki volatilitenin artışı önümüzdeki dönemlerde ciro büyümesini destekleyebilir.

■ Marjlar baskı altında

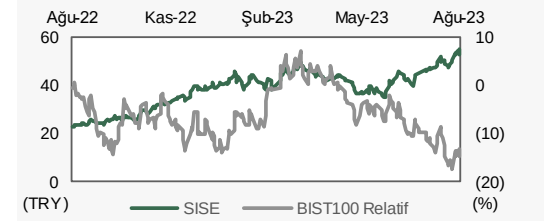
FAVÖK yıllık bazda %9 düşüşle TRY5,2 milyar olarak, bizim tahminimiz TRY5 milyarın hafif üzerinde, piyasa tahmini TRY5,6 milyarın ise altında gerçekleşti. EUR bazında düşen fiyatlar, güçlü TL ve yüksek maliyetli stoklar bu çeyrekte marjların daralmasına neden oldu. FAVÖK marjı yıllık bazda 738 baz puan gerileyerek %17,4 oldu. Düşük FAVÖK üretimi, net borcun bu çeyrekte TRY35,3 milyara yükselmesine sebep oldu (önceki çeyrek TRY23 milyar). Net borç/FAVÖK 1,7x ile 3Ç20'den beri en yüksek seviyesine ulaştı.

■ AL tavsiyemizi korurken, HF'yi 74,6'ya yükseltiyoruz

Sonuçların ardından, güncellenen makro tahminlerimizin ışığında 23/24/25 yılları için net kar tahminimizi %11/%12/%0,4 oranında artırıp, hedef fiyatımızı TRY74,6'ya yükseltiyoruz (önceki TRY67,5). AL tavsiyemizi koruyoruz. SİSE için en kötü çeyreğin geride kaldığını düşünüyoruz. TL'de yaşanan değer kaybı şirketin rakiplerine karşı avantajını geri kazanmasına yardımcı olabilir.

Hisse Detayları

Milyon TL	2022	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	95,349	145,116	214,930	280,002
VAFÖK	20,455	28,580	44,701	61,863
Net kar	19,345	21,157	29,427	36,105
Kar marjı (%)	20.3	14.6	13.7	12.9
VAFÖK marjı (%)	21.5	19.7	20.8	22.1
Satış büyümesi (%)	197.4	52.2	48.1	30.3
F/K (x)	8.7	7.9	5.7	4.7
FD/VAFÖK (x)	10.0	8.8	7.1	6.5
PD/DD (x)	2.2	1.8	1.4	1.1
Net borç/VAFÖK (x)	0.9	1.4	1.5	1.7
Net borç/Özsermaye (x)	0.2	0.3	0.3	0.4
Özsermaye verimliliği (%)	33.3	24.6	27.1	26.2



Hisse performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay
Mutlak getiri (%)	20.5	49.4	134.7
BIST100 relatif getiri (%)	(2.2)	(9.5)	(13.6)
Son kapanış fiyatı	54.85		
12 Aylık yüksek/düşük	55.30/22.35		
Piyasa değeri (Milyon TL)	168,017		
3 Aylık ortalama hacim (Milyon TL)	2,903.9		
Halka açıklık (%)	49.0		
Hisse sayısı (Milyon)	3,063		
Pazar	Yıldız Pazar		

Kaynak: Şişecam; TEB Yatırım Hesaplamaları

Tablo 1: SISE 2Ç23 sonuçları

	2022/2Ç	2023/1Ç	2023/2Ç	-----Değişim-----		TEB/BNPP	Fark	Konsensus	Fark	6A22	6A23	Fark
	TRYm	TRYm	TRYm	Yıllık, %*	Çeyrek, %*	TRYm	%*	TRYm	%*	TRYm	TRYm	Yıllık, %*
Net satışlar	23,258	28,365	30,069	29	6	29,933	0	29,864	1	40,232	58,434	45
FAVÖK	5,774	5,708	5,245	(9)	(8)	5,010	5	5,579	(6)	10,011	10,953	9
FAVÖK marjı (%)	24.8	20.1	17.4	(7.4)	(2.7)	16.7	0.7	18.7	(1.2)	24.9	18.7	(6.1)
Net kar	5,337	2,364	5,705	7	141	4,652	23	4,759	20	8,908	8,069	(9)

FAVÖK marjı için yüzde puan

Kaynak: Şişecam, Resarch Turkey consensus anketi, TEB Yatırım tahminleri

Tablo 2: Tahminlerimizdeki değişiklikler

	-----Eski-----			-----Yeni-----			-----Değişim-----		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(TRY m)	(%)	(%)	(%)
Net satışlar	136,583	196,811	252,007	145,116	214,930	280,002	6.2	9.2	11.1
FAVÖK	26,966	42,626	57,294	28,580	44,701	61,863	6.0	4.9	8.0
Net kar	18,984	26,289	35,967	21,157	29,427	36,105	11.4	11.9	0.4

Kaynak: TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Şişecam

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	32,058	95,349	145,116	214,930	280,002
Satışların Maliyetleri	(20,878)	(61,639)	(98,289)	(143,137)	(185,643)
Brüt kar (zarar)	11,180	33,710	46,827	71,793	94,359
Diğer operasyonel gelirler	0	0	0	0	0
Operasyonel giderleri	(5,679)	(18,356)	(25,747)	(38,441)	(49,671)
VAFÖK	7,562	20,455	28,580	44,701	61,863
Amortisman	(2,061)	(5,101)	(7,500)	(11,348)	(17,175)
Şerefiye amortismanı	0	0	0	0	0
Ana operasyonel gelir (zarar)	5,501	15,354	21,080	33,352	44,688
Net finansman maliyetleri	1,442	(3,297)	(5,730)	(10,709)	(15,588)
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen kar (zarar)	3,314	5,991	6,617	6,781	6,881
Tekrarlanan faaliyet harici gelirler (giderler)	4,041	7,705	8,950	10,203	11,343
Tek seferlik faaliyet harici gelirler (giderler)	0	0	0	0	0
Vergi öncesi kar (zarar)	10,984	19,762	24,301	32,847	40,442
Vergi geliri (gideri)	(1,853)	371	(1,944)	(1,642)	(2,022)
Vergi sonrası kar (zarar)	9,131	20,133	22,357	31,204	38,420
Azınlık payları	(91)	(788)	(1,200)	(1,777)	(2,315)
Rüçhanlı temettü	0	0	0	0	0
Diğer paylar	0	0	0	0	0
Ana ortaklık payları	9,040	19,345	21,157	29,427	36,105
Durdurulan faaliyet gelirleri (giderleri)	0	0	0	0	0
Tekrarlanan ana ortaklık payları	9,040	19,345	21,157	29,427	36,105

Hisse başına (TL)					
Tekrarlanan hisse başına kar	2.95	6.32	6.91	9.61	11.79
Hisse başına kar	2.95	6.32	6.91	9.61	11.79
Hisse başına temettü	0.41	0.69	1.04	1.44	1.77
Hisse sayısı (bin)	3,063	3,063	3,063	3,063	3,063

Yıllık değişim					
Net satışlar (%)	50.2	197.4	52.2	48.1	30.3
VAFÖK (%)	24.9	170.5	39.7	56.4	38.4
Ana operasyonel gelir (%)	24.9	179.1	37.3	58.2	34.0
Tekrarlanan net kar (%)	138.6	114.0	9.4	39.1	22.7
Net kar (%)	138.6	114.0	9.4	39.1	22.7

Operasyonel performans					
Brüt kar marjı (%)	34.9	35.4	32.3	33.4	33.7
VAFÖK marjı (%)	23.6	21.5	19.7	20.8	22.1
Ana operasyonel gelir marjı (%)	17.2	16.1	14.5	15.5	16.0
Kar marjı (%)	28.2	20.3	14.6	13.7	12.9
Efektif vergi oranı (%)	16.9	(1.9)	8.0	5.0	5.0
Temettü oranı (%)	13.8	10.9	15.0	15.0	15.0
Faiz karşılama (x)	n/m	7.0	5.2	4.1	3.6
Stok gün sayısı	107.4	81.0	86.9	87.8	92.9
Ticari borç gün sayısı	77.1	55.6	68.8	73.4	77.4
Ticari alacak gün sayısı	65.4	48.5	50.7	53.2	58.4
Operasyonel kullanılan sermaye getirisi (%)	21.3	31.5	23.3	21.5	18.4
Kullanılan sermaye getirisi (%)	23.4	29.5	22.8	20.9	18.1
Özsermaye getirisi (%)	29.2	33.3	24.6	27.1	26.2
Varlık getirisi (%)	11.3	18.3	14.1	14.5	13.2

Kaynak: Şişecam; TEB Yatırım Hesaplamaları

Finansal tablolar

Şişecam

Nakit akım tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Net Kar	9,040	19,345	21,157	29,427	36,105
Amortisman	2,061	5,101	7,500	11,348	17,175
Azınlık payları	-	-	-	-	-
Diğer nakit dışı düzeltmeler	-	-	-	-	-
İşletme sermayesindeki değişim	(6,161)	(15,512)	(18,676)	(20,621)	(19,742)
Operasyonel nakit akışı	4,941	8,934	9,981	20,154	33,538
Duran varlık harcamaları - bakım	-	-	-	-	-
Duran varlık harcamaları - yeni	(2,637)	(7,778)	(13,139)	(27,809)	(48,737)
Yatırım gelirleri	-	-	-	-	-
Diğer yatırımlar	-	-	-	-	-
Yatırım faaliyetlerinden nakit akışı	(2,637)	(7,778)	(13,139)	(27,809)	(48,737)
Temettü ödemeleri	(500)	(1,250)	(2,100)	(3,174)	(4,414)
Özkaynak finansmanı	0	0	0	0	0
Borç finansmanı	10,528	19,242	20,000	35,000	45,000
Diğer finansman gelirleri (giderleri)	-	-	-	-	-
Finansman faaliyetlerinden nakit akışı	10,028	17,992	17,900	31,826	40,586
Durdurulan faaliyet nakit akışı	-	-	-	-	-
Diğer düzeltmeler	(7,770)	(6,152)	(15,668)	(17,230)	(17,771)
Net diğer düzeltmeler	(7,770)	(6,152)	(15,668)	(17,230)	(17,771)
Toplam nakit akışı	4,561	12,997	(927)	6,942	7,616
Serbest nakit akışı (Firma)	2,303	1,156	(3,159)	(7,654)	(15,199)
Serbest nakit akışı (Özkaynak)	(7,270)	(4,902)	(13,568)	(14,056)	(13,357)

Hisse başına (TL)					
Hisse başına serbest nakit akımı (Firma)	0.75	0.38	(1.03)	(2.50)	(4.96)
Hisse başına serbest nakit akışı	(2.37)	(1.60)	(4.43)	(4.59)	(4.36)
Hisse başına nakit akışı	3.62	7.98	9.36	13.31	17.39

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Maddi duran varlıklar (Brüt)	33,133	54,566	88,445	142,333	221,336
Eksi: birikmiş amortisman	-	-	-	-	-
Maddi duran varlıklar (Net)	33,133	54,566	88,445	142,333	221,336
Maddi olmayan duran varlıklar (Net)	15,776	21,743	26,692	35,239	43,065
Uzun vadeli finansal yatırımlar	1,070	801	1,282	1,692	2,047
İştirak yatırımları	1,653	1,891	3,025	3,994	4,833
Nakit ve nakit benzeri	16,076	29,073	28,146	35,088	42,704
Ticari alacaklar	9,525	20,292	35,621	52,758	68,730
Stoklar	8,101	19,252	27,572	41,267	53,200
Diğer kısa vadeli varlıklar	2,385	4,993	7,599	11,256	14,663
Toplam dönen varlıklar	36,087	73,610	98,938	140,368	179,298
Diğer uzun vadeli varlıklar	4,543	11,334	15,700	19,850	23,930
Toplam Varlıklar	92,261	163,945	234,084	343,476	474,509
Ana ortağa ait özkaynak	39,801	76,528	95,585	121,838	153,529
Kontrol gücü olmayan paylar	13,128	18,600	46,090	82,382	128,106
Toplam Özkaynak	52,929	95,128	141,675	204,220	281,635
Uzun vadeli finansal borçlar	17,231	28,324	48,324	83,324	128,324
Diğer uzun vadeli yükümlülükler	2,903	4,969	5,469	5,896	6,266
Toplam uzun vadeli yükümlülükler	20,134	33,294	53,794	89,221	134,590
Ticari borçlar	5,037	11,331	15,963	25,792	33,600
Kısa vadeli finansal borçlar	10,439	18,588	18,588	18,588	18,588
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	3,721	5,605	7,552	10,283	12,828
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	19,198	35,524	42,102	54,662	65,016
Toplam Kaynaklar	92,261	163,945	237,571	348,103	481,242
Net işletme sermayesi	813	9,013	28,690	50,618	71,578
Yatırılmış sermaye	56,987	99,349	163,835	253,726	366,789

Hisse başına (TL)					
Hisse başına defter değeri	12.99	24.98	31.20	39.77	50.12
Hisse başına maddi defter değeri	7.84	17.88	22.49	28.27	36.06
Finansal sağlık					
Net borç/Özkaynak(%)	21.9	18.8	27.4	32.7	37.0
Net borç/Toplam kaynaklar (%)	12.6	10.9	16.6	19.5	22.0
Cari oran (x)	1.9	2.1	2.3	2.6	2.8
Nakit akışı faiz karşılama (x)	4.2	1.9	0.9	2.3	3.3

Kaynak: Şişecam, TEB Yatırım Hesaplamaları

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu 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. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporda belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir. Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyayı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.