

Şişecam

30/10/2023

2023 3.Ç Mali Tablo Analizi

AL

Yükselme Potansiyeli 48%

Gerçekleşen ve Tahminler

Beklentilerin üzerinde 3Ç23 sonuçları. Beklentilerin oldukça üzerinde (İş Yatırım: 3,69 milyar TL; 3,76 milyar TL) Şişecam, 3Ç23'te yıllık bazda %12 artışla 5,29 milyar TL net kar açıkladı. Beklenenden daha iyi faaliyet marjları, tahminimizin üzerinde yüksek kur farkı geliri ve beklenenden düşük vergi gideri, net kâr tahminimizdeki sapmanın ana nedenleri oldu. Şişecam, beklentilere paralel 3Ç23'te yıllık bazda %40 artışla 36,4 milyar TL konsolide gelir elde etti. Beklentilerin yaklaşık %20 üzerinde (Yatırım: 6,02 milyar TL; 6,21 milyar TL) FAVÖK, 3Ç23'te yıllık bazda %30 artışla 7,41 milyar TL'ye ulaştı.

Son Çeyrekte Öne Çıkanlar

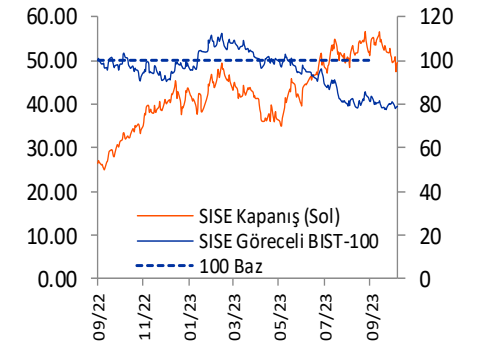
Tüm olumsuzluklara rağmen güçlü gelir büyümesi. Şişecam, 3Ç23'te konsolide satış gelirlerinde %40'luk büyüme elde etti. Bu büyümenin temel nedeni olarak neredeyse tüm segmentlerde elde edilen sınırlı hacim büyümesine (kimyasallarda %2'lik düşüş ve enerjide %150 büyüme hariç) ve tüm iş kollarındaki (endüstriyel cam hariç) döviz bazında satış fiyatlarındaki düşüşe rağmen TL'nin döviz karşısında değer kaybının olumlu etkisi gösterilebilir. Sırasıyla %18, %30 ve %29 yıllık gelir artışı kaydeden Mimari Cam, Cam Ambalaj ve Kimyasallar segmentleri 3Ç23'te ciro artışı olarak görece düşük performans sergileyen sektörler oldu. Türkiye'deki güçlü operasyonlara rağmen Avrupa'daki zayıf talep ve Avro bazlı ürün fiyatlarındaki %24'lük düşüş, Mimari Cam segmentinde gelirlerdeki yavaşlamanın nedenleri olarak söylenebilir. Yurt içi operasyonlardaki sağlıklı hacim büyümesi ve fiyat ayarlamalarının aksine, Cam Ambalaj büyümesindeki ılımlı ciro büyümesinin arkasında Türkiye ihracat hacmindeki zayıf performans ve Türkiye dışı operasyonlardaki daralan hacimler ile hassas fiyatlamalar yer aldı. Kimyasallar net satış gelirlerindeki ılımlı artışta soda külü hacimlerindeki %2'lik düşüş, ortalama ABD Doları/ton soda külü satış fiyatındaki %4'lük düşüş ve ortalama ABD Doları/ton krom kimyasalları fiyatındaki %24'lük düşüş etkili oldu. Diğer taraftan sırasıyla %130 ve %80 gelir artışı elde eden Endüstriyel Cam ve Enerji iş kolları, ilkinde daha iyi fiyatlama ve ikincisinde büyük hacim artışı sayesinde ortalamanın üzerinde performans gösterdi.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	49.54	1.76
12 Aylık Hedef Fiyat	73.15	2.44
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	73.15	2.44
Piyasa Değeri (mn)	151,752	5,386
Halka Açık PD (mn)	74,222	2,634
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	3167.9	157.1
Hisse sayısı (Adet mn)		3,063
Takas Saklama Oranı (%)		49
Yabancı Oranı (%)		21

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-8.4	17.3	51.2
ABD \$	-11.3	-22.0	-0.1
BIST-100 Relatif	-2.4	-16.1	-22.8

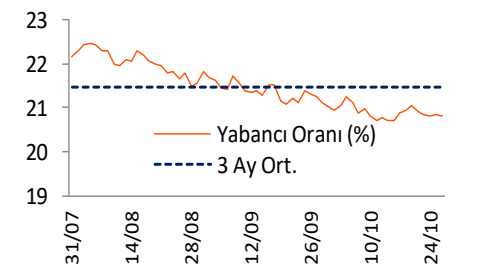
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	7.8	8.7	7.5
PD/DD	2.0	1.3	1.0
FD/FAVÖK	10.2	8.7	5.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 32.29 56.60

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 20.80



Esra Şirineli

esirinel@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 72

Şişecam

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Türkiye İş Bankası A.Ş.	51.1 Şirketimiz 1934 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin desteği ile kurulmuş ve Paşabahçe Cam
Diğer	42.9 Fabrikası'nın 1935 yılında üretime başlaması ile fiilen faaliyete geçmiştir. Şirketimizin halen 8
Efes Holding A.Ş.	6.0 (sekiz) bağlı ortaklığı, 17 (on yedi) iştiraki, ve 2 (iki) topluluk dışı iştiraki bulunmaktadır. Şirketimiz bu kuruluşların sermaye ve yönetim bakımından sorumluluklarını taşımakta ve topluluk amaç ve politikaları doğrultusunda, bu şirketlerle ilgili planlama, örgütleme, koordine etme ve sorunlarının çözülmesine katkıda bulunma gibi faaliyetlerde bulunmaktadır.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	32,058	95,349	132,616	196,496	262,231
Brüt Kar (Zarar)	11,180	33,710	37,167	56,230	76,148
Operasyonel Giderler	5,679	18,356	18,642	27,169	36,150
Esas Faaliyet Karı	5,501	15,354	18,526	29,061	39,998
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	727	1,713	1,829	100	708
Net Finansman Gelir (Gideri)	1,442	-3,297	121	-5,581	-8,837
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	10,984	19,762	23,243	28,705	35,779
Vergi Giderleri (Gelirleri)	1,853	-371	4,184	5,741	7,156
Net Kar	9,040	19,345	17,405	20,188	25,084
Düzeltilmiş Net Kar	9,133	19,345	17,405	20,188	25,084
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	4,581	15,643	15,191	23,249	31,999
FAVÖK	7,562	20,455	23,912	37,302	51,646

Büyümler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Büyümler					
Net Satışlar	50%	197%	39%	48%	33%
Faaliyet Karı	100%	179%	21%	57%	38%
FAVÖK	72%	170%	17%	56%	38%
Net Kar	-53%	n.a	-10%	16%	24%

Operasyonel Performans	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Brüt Marj	34.9%	35.4%	28.0%	28.6%	29.0%
Faaliyet Kar Marjı	17.2%	16.1%	14.0%	14.8%	15.3%
FAVÖK Marjı	23.6%	21.5%	18.0%	19.0%	19.7%
Efektif Vergi Oranı	-16.7%	1.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
Net Kar Marjı	28.2%	20.3%	13.1%	10.3%	9.6%
Özkaynak Karlılığı	29.2%	33.3%	18.2%	14.9%	14.3%
Aktif Karlılığı	13.2%	15.1%	8.6%	7.1%	6.7%

Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Düzeltilmiş F / K (x)	16.6	7.8	8.7	7.5	6.0
FD / FAVÖK (x)	20.4	7.6	6.5	4.1	3.0
FD / Satışlar (x)	4.8	1.6	1.2	0.8	0.6
PD / Defter Değeri (x)	3.8	2.0	1.3	1.0	0.8
Hisse Başı Kazanç (₺)	3.0	6.3	5.7	6.6	8.2
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.4	0.7	0.8	1.2
Temettü Verimi	2.1%	1.9%	1.4%	1.6%	2.5%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	10,505	17,038	36,008	50,641	84,877
Net Borç / FAVÖK (x)	1.4	0.8	1.5	1.4	1.6
Net Borç / Özsermaye (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3

Kaynak: İş Yatırım

Bilanço (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Dönen Varlıklar	36,087	73,610	98,627	123,443	159,095
Nakit ve Nakit Benzerleri	12,811	25,245	26,792	22,186	25,995
Ticari Alacaklar	9,186	19,840	29,066	40,376	53,883
Stoklar	8,101	19,252	31,380	44,193	58,629
Diğer Dönen Varlıklar	5,989	9,273	11,387	16,688	20,588
Duran Varlıklar	56,174	90,335	143,276	201,928	264,342
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	1,653	1,891	3,035	4,350	5,058
Maddi Duran Varlıklar	31,404	55,562	86,907	121,529	168,410
Maddi Olmayan Duran Varlıkları	10,768	20,931	33,469	47,635	55,491
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	9,174	11,951	19,864	28,414	35,383
Toplam Varlıklar	92,261	163,945	241,902	325,371	423,437
Kısa Vadeli Yükümlülükler	19,198	35,524	50,451	68,305	95,617
Finansal Borçlar	10,439	18,588	26,965	31,775	47,064
Ticari Borçlar	5,037	11,331	15,690	24,979	33,138
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,721	5,605	7,796	11,551	15,415
Uzun Vadeli Yükümlülükler	20,134	33,294	47,360	57,904	84,263
Finansal Borçlar	17,231	28,324	40,448	47,663	70,596
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,903	4,969	6,912	10,241	13,667
Özkaynaklar	52,929	95,128	144,092	199,162	243,558
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	39,801	76,528	114,247	156,384	193,816
Ödenmiş Sermaye	3,063	3,063	3,063	3,063	3,063
Rezerv ve Diğer Kalemler	27,235	54,120	93,778	133,133	165,669
Dönem Net Karı (Zararı)	9,040	19,345	17,405	20,188	25,084
Azınlık Payları	13,128	18,600	29,845	42,778	49,741
Toplam Kaynaklar	92,261	163,945	241,902	325,371	423,437

Nakit Akım (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	2,443	12,504	5,716	13,746	17,157
Düzeltilme Öncesi Kar	9,224	20,133	19,059	22,964	28,623
Amortisman & İtfa Payları	2,061	5,101	5,386	8,241	11,647
İşletme Sermayesindeki Değ.	-950	-11,544	-16,995	-14,834	-19,784
Diğer Faaliyetlerden Nakit Ak	-7,893	-1,186	-1,733	-2,625	-3,331
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-5,991	-7,319	-15,694	-18,767	-47,843
Sabit Sermaye Yatırımları	-2,438	-7,572	-15,573	-18,584	-45,053
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-3,554	253	-121	-183	-2,790
Serbest Nakit Akım	-3,549	5,185	-9,978	-5,021	-30,687
Finansman Faal. Kay. Nakit	6,983	7,237	13,244	2,669	24,690
Finansal Borçlardaki Değişim	-1,544	8,897	20,501	12,026	38,221
Temettü Ödemeleri	-532	-2,421	-4,068	-4,632	-7,226
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-9,986	-5346	-1,474	-2,470	-16,111
Net Nakit Değişimi	3,434	12,422	1,552	-4,606	3,809

Çeyrek bazda marjlarda iyileşme. Konsolide brüt kar marjı, döviz cinsinden ürün fiyatlarındaki düşüş, AB merkezli Mimari Cam tesislerinde planlı uygulanan kapasite kullanım düşüşleri ve 3Ç23'te Wyoming tesisindeki planlı bakım çalışmalarının yanı sıra yüksek baz yılı nedeniyle kimyasallar iş kolu marjındaki normalleşme nedeniyle yıllık bazda 1,2 yüzde puan düşüşle 3Ç23'te %35,9'a geriledi. Öte yandan brüt kar marjı çeyrek bazda 3,5 yüzde puan arttı. Konsolide faaliyet giderleri/satışlar 3Ç23'te yıllık bazda 0,3 yüzde puan düşüş ancak çeyrek bazda 0,2 yüzde puan artışla %20,3 seviyesinde gerçekleşti. Konsolide FAVÖK marjı 3Ç22'deki %21,9'dan 3Ç23'te %20,3'e geriledi ancak 2Ç23'teki %17,4'ten artış gösterdi. Mimarlık ve Kimya iş kolları kârlılık açısından en kötü performansı sergileyen sektörler oldu ve her biri yıllık bazda sırasıyla 12,1 yüzde puan ve 4,8 yüzde puanlık FAVÖK marjı düşüşü kaydetti.

SNA marjında artış. Yatırım harcamalarındaki artışa rağmen, işletme sermaye ihtiyacındaki düşüş nedeniyle konsolide SNAları, 3Ç22'deki 0,60 milyar TL'den 3Ç23'te 1,29 milyar TL'ye yükseldi. SNA marjı 3Ç22'deki %2,3 ve 2Ç23'teki %1,2'den 3Ç23'te %3,5'e yükseldi. Net Borç pozisyonu 9A22 sonundaki 17,7 milyar TL ve 1Y23 sonundaki 34,45 milyar TL'den 9A23 sonunda 35,31 milyar TL'ye yükseldi. Net Borç/FAVÖK, 9A22 sonundaki 1,0x seviyesinden 9A23 sonunda 1,5x'e yükseldi ancak 1Y23 sonundaki 1,6x seviyesinden kısmen geriledi. Şirketin 2022 sonu itibarıyla 4,35 milyar TL net kısa döviz pozisyonuna karşın, 9A23 sonu itibarıyla 8,2 milyar TL net uzun pozisyonu bulunuyor.

Yorum: Şişecam'ın beklentilerin üzerinde 3Ç23 finansallarına olumlu piyasa tepki görmeyi bekliyoruz. SISE geçtiğimiz hafta BIST-100 endeksinin %2,5 altında performans gösterirken, Cuma günkü kapanışında neredeyse endekse paralel işlem gördüğünü de belirtmek isteriz.

UFRS Gelir Tablosu (TL mn)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Net Satışlar	26,047	29,070	28,365	30,069	36,406	66,279	94,840
Brüt Kar	9,670	8,753	9,576	9,747	13,067	24,957	32,390
Faaliyet Giderleri	5,372	5,510	5,293	6,037	7,386	12,846	18,716
Esas Faaliyet Karı	4,298	3,242	4,283	3,709	5,681	12,112	13,673
FAVÖK	5,710	4,734	5,708	5,245	7,406	15,721	18,359
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	1,012	1,833	-122	3,673	579	2,575	4,130
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	5,310	5,076	4,161	7,382	6,260	14,686	17,803
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-359	867	-1,425	-1,037	-597	-495	-3,059
Net Kar	4,742	5,695	2,364	5,705	5,291	13,650	13,360

Büyüme & Opr. Perf.	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
Büyüme							
Net Satışlar (yıllık)	216%	163%	67%	29%	40%	215%	43%
Faaliyet Gideri (yıllık)	282%	181%	61%	44%	37%	245%	46%
Esas Faaliyet Karı (yıllık)	192%	81%	27%	-17%	32%	226%	13%
FAVÖK (yıllık)	188%	98%	35%	-9%	30%	204%	17%
Net Kar (yıllık)	251%	15%	-34%	7%	12%	233%	-2%
Marjlar							
Brüt Marj	37.1%	30.1%	33.8%	32.4%	35.9%	37.7%	34.2%
Faaliyet Gideri / Ciro	20.6%	19.0%	18.7%	20.1%	20.3%	19.4%	19.7%
Faaliyet Kar Marjı	16.5%	11.2%	15.1%	12.3%	15.6%	18.3%	14.4%
FAVÖK Marjı	21.9%	16.3%	20.1%	17.4%	20.3%	23.7%	19.4%
Net Kar Marjı	18.2%	19.6%	8.3%	19.0%	14.5%	20.6%	14.1%
Özkaynak Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	38.0%	33.3%	27.3%	24.5%	22.6%	37.2%	24.5%
Aktif Karlılığı (Yıllıklandırılmış)	17.0%	15.4%	13.0%	12.0%	11.0%	17.0%	12.0%
Effektif Vergi Oranı	6.8%	-17.1%	34.2%	14.0%	9.5%	3.4%	17.2%
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	13.0%	15.9%	2.0%	32.5%	22.4%	11.9%	19.5%
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	2.3%	14.4%	-4.4%	1.2%	3.5%	1.5%	0.4%
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	59%	98%	10%	186%	110%	50%	101%

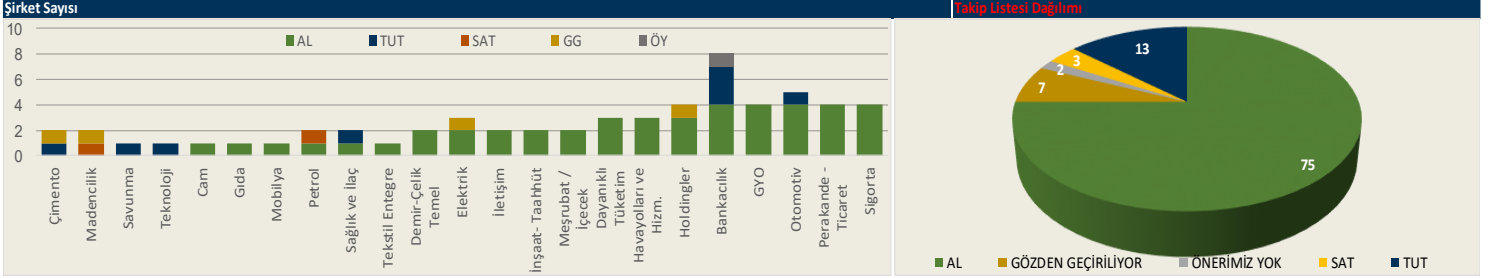
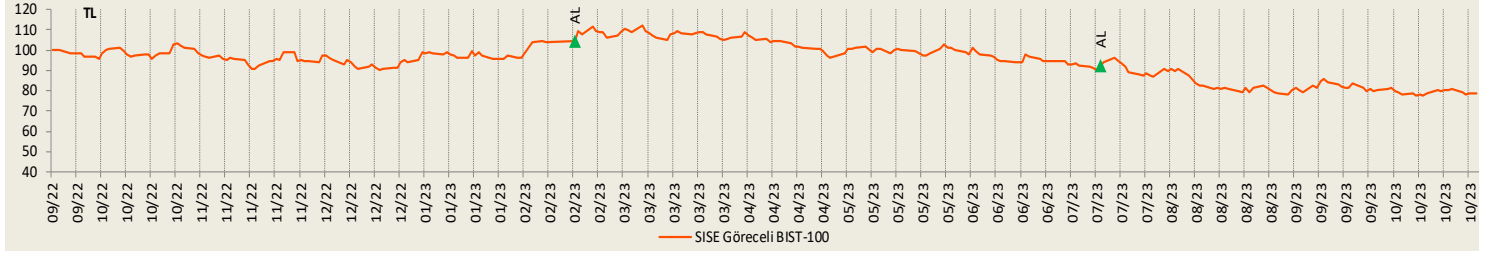
UFRS Nakit Akım (TL mn)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	9A22	9A23
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	3,378	4,626	575	9,775	8,164	7,878	18,514
Düzeltilme Öncesi Kar	4,950	5,942	2,736	6,345	5,663	14,191	14,745
Amortisman & İtfa Payları	1,413	1,492	1,425	1,535	1,725	3,609	4,686
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	118	-2,278	1,393	3,713	632	1,092	5,737
İşletme Sermayesindeki Değ.	-3,104	-530	-4,979	-1,818	143	-11,014	-6,655
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-2777	-443	-1822	-9423	-6876	-6,876	-18,121
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,819	-2,996	-2,689	-4,200	-4,175	-4,577	-11,064
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-958	2,553	867	-5,223	-2,700	-2,300	-7,056
Serbest Nakit Akım	601	4,183	-1,247	352	1,288	1,001	393
Finansman Faal. Kay. Nakit	-671	4,935	-1,893	-3,244	8,502	-752	3,364
Finansal Borçlardaki Değişim	1,200	3,917	-273	594	11,357	4,980	11,678
Temettü Ödemeleri	-659	-152	-253	-2,812	-628	-2,270	-3,693
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-1,213	1,169	-1,367	-1,026	-2,228	-3,462	-4,621
Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	1,703	-805	226	1,732	386	3,859	2,344
Net Nakit Değişimi	1,633	8,313	-2,914	-1,160	10,176	4,108	6,101

UFRS Bilanço (TL mn)	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Dönen Varlıklar	64,508	73,610	73,481	84,705	99,532
Nakit ve Nakit Benzerleri	22,761	29,073	25,567	27,550	40,783
Ticari Alacaklar	19,379	19,840	20,639	25,796	26,157
Stoklar	15,989	19,252	22,308	25,743	25,839
Diğer Dönen Varlıklar	6,379	5,445	4,968	5,616	6,752
Duran Varlıklar	70,732	90,335	93,480	117,192	122,908
Finansal Yatırımlar	947	801	835	869	937
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	1,713	1,891	1,998	2,626	3,081
Maddi Duran Varlıklar	39,821	54,566	56,273	69,196	72,501
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20,135	21,743	22,346	29,899	31,635
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	7,274	10,338	10,772	12,641	12,463
Toplam Varlıklar	135,240	163,945	166,962	201,897	222,440
Kısa Vadeli Yükümlülükler	36,113	35,524	39,574	42,877	56,213
Finansal Borçlar	19,430	18,588	20,594	22,130	34,497
Ticari Borçlar	9,390	11,331	9,841	12,261	12,694
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,293	5,605	9,139	8,486	9,021
Uzun Vadeli Yükümlülükler	25,857	33,294	32,346	47,279	49,174
Finansal Borçlar	21,973	28,324	27,590	40,738	42,530
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,884	4,969	4,756	6,541	6,643
Özkaynaklar	73,270	95,128	95,041	111,740	117,053
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	59,148	76,528	76,489	89,577	93,967
Toplam Kaynaklar	135,240	163,945	166,962	201,897	222,440

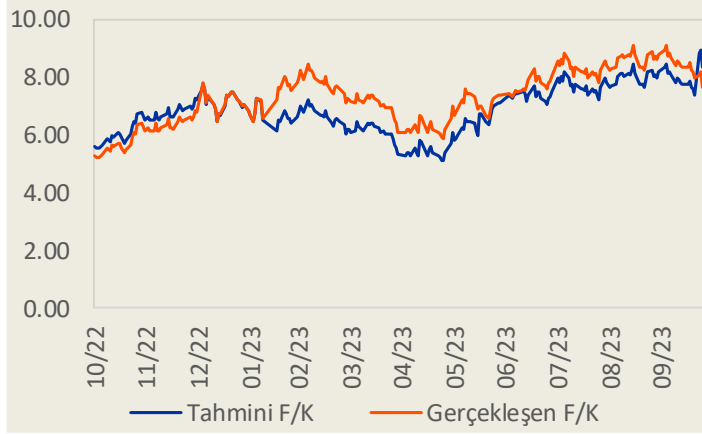
Yatırımlar ve Borçluluk	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23
Net Sabit Sermaye Yatırımları	1,819	2,996	2,689	4,200	4,175
Net Sabit Sermaye Yatırımları / Ciro	7.0%	10.3%	9.5%	14.0%	11.5%
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler (Nakit Akım)	-3,104	-530	-4,979	-1,818	143
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler / Ciro	-11.9%	-1.8%	-17.6%	-6.0%	0.4%
Net Borç (Nakit)	17,695	17,038	21,782	34,449	35,307
Net Borç / FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	1.0	0.8	1.0	1.6	1.5

Şişecam

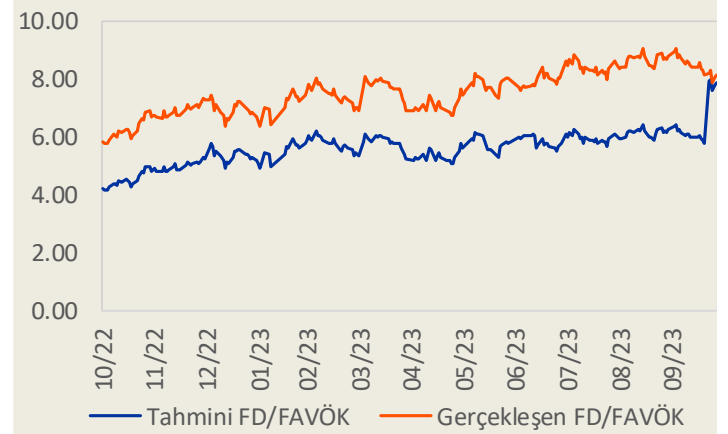
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.