

## Şişecam

## Zayıf Operasyonel performans devam ediyor...

## Başak Kamber

Analist

bkamber@sekeryatirim.com

Şişecam'ın enflasyon muhasebesi (TMS-29 etkisi) uygulanmış finansallarına göre Şirket, geçen yılın aynı dönemindeki 659 milyon TL'lik net zarara karşılık 3Ç24'te 795 milyon TL net kar açıkladı. 3Ç24'te parasal kazanç pozisyonu ve ertelenmiş vergi geliri net kara geçilmesinde etkili oldu. Buna karşılık, zayıf operasyonel performans ile birlikte artan maliyet baskıları sonucunda marjlardaki erozyon ve yüksek finansman gideri net karı baskıladı.

Zayıf talep koşulları ve düşen fiyatların etkisiyle 3Ç24'te satış gelirleri %7,2 azalarak 42.867 milyon TL oldu. (3Ç23: 46.186 milyon TL). Mimari Cam segmenti gelirleri %2'lik hacim büyümesine rağmen, 3Ç24'te ürün fiyatlarındaki düşüş ve kurun negatif etkisiyle yıllık bazda %5 daralarak 9.538 m'n TL seviyesinde gerçekleşti. Cam ambalaj segmenti en iyi performansı göstererek yıllık bazda %10 artarak 10.259 m'n TL oldu. Diğer taraftan, enerji segmenti satış hacim daralması hem de zayıf fiyatlandırma etkisiyle en zayıf işkolları arasında yer aldı. Şişecam'ın konsolide soda külü üretimi, Wyoming tesisindeki planlı bakım çalışmaları nedeniyle, düşük bazın etkisiyle yıllık bazda %1 artarken, çeyrek bazda %6 artış gösterdi. Çin'deki ekonomiyi canlandırmak için uygulanan teşvik paketleri soda külü fiyatlarında dalgalanmalara neden olsa da, soda külü arzının fazla olması ve buna bağlı olarak artan stoklar nedeniyle marjlar baskı altında kalmaya devam etti.

Şirketin satış gelirlerinin coğrafi dağılımında, 3Ç24'te Türkiye'de, 9A24'te ise yurtdışı pazarlarda daralma yaşandı. 3Ç24'te satış gelirleri %7,2 azalarak 42.867 milyon TL oldu. (3Ç23: 46.186 milyon TL). 3Ç24'te Avrupa ve Amerika'daki satışlar sırasıyla %4 ve %7 azalırken, Türkiye'de %16 daralma yaşandı. 9A24'te satış gelirleri %14 azalarak 136.312 milyon TL'ye geriledi. 9A24'te Avrupa ve Amerika'daki satışlar sırasıyla %13 ve %19 azalırken, Türkiye'de %14 düşüş yaşandı.

Marjlar artan operasyonel maliyetler nedeniyle daraldı. Şirketin TMS-29 etkisi de dahil olmak üzere FAVÖK'ü 3Ç23'teki 6.680 milyon TL'ye kıyasla %55 azalarak 3.037 milyon TL'ye geriledi. Şirketin 3Ç23'te %30,05 ve %14,46 olan Brüt ve FAVÖK marjları 3Ç24'te sırasıyla %23,15 ve %7,08'e geriledi.

Net borç pozisyonundaki artış devam etti. Net borç pozisyonu 9A24'te 76.251m'n TL'ye (TMS-29 etkisi dahil 1Y24: 71.448m'n TL) yükseldi.

Şirket'in borçluluk tarafındaki artışa ek olarak operasyonel performans tarafındaki zayıflığın devam ediyor oluşu Şirket'in payları üzerinde kısa vadede "negatif" etki yaratmasını beklemekle birlikte finansallarda herhangi bir toparlanmadan bahsetmek zor olduğunu belirtmek isteriz. Ancak yeni hat ve fırın yatırımlarına ek olarak Amerika'da devam eden doğal soda külü yatırımları bulunmaktadır. Dolayısıyla tüm bu yatırımların talepte iyileşme ve sektörde toparlanma olduğu takdirde orta ve uzun vadede hisse performansına olumlu etki yaratabileceğini öngörmekteyiz. İndirgenmiş nakit akımları (INA) analizine %70 oranında ve karşılaştırılabilir uluslararası benzer şirket çarpanları değerlemesine %30 oranında ağırlık vererek Şişecam için 12 aylık pay başına hedef fiyatımızı 68,30 TL seviyesinde koruyoruz. 08 Kasım 2024 pay kapanış fiyatına göre hedef fiyatımızın %67 kazandırma potansiyeli taşıması nedeniyle 'AL' olan önerimizi koruyoruz.

AL  
Hedef Fiyat: 68,30 TL  
Önceki Hedef Fiyat: 68,30 TL  
Kazandırma Potansiyeli: %67

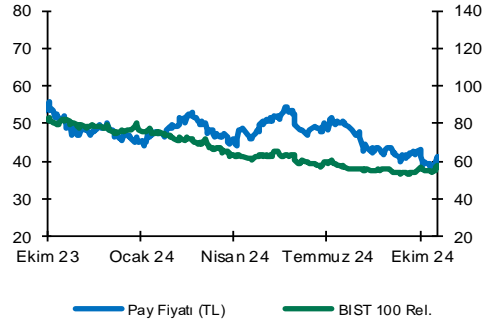
	TL	US\$
Fiyat	40,80	1,19
BIST 100	9.185	268
US\$ (MB Alış):	34,2614	
52 Hafta Yüksek:	54,50	1,73
52 Hafta Düşük:	37,66	1,10
Bloomberg/Reuters Kodu:	SISE.TI / SISE.IS	

Hisse Senedi Sayısı (Mn):	3.063	
	(TL Mn)	(US\$ Mn)
Piyasa Değeri:	124.979	3.657
Halka Açık PD:	61.240	1.792

	S1A	S1Y	YB
TL Getiri (%):	4	-15	-10
US\$ Getiri (%):	4	-29	-22
BIST 100 Göreceli Getiri (%):	3	-27	-27
Gün. Ort. İşlem Hacmi (TL Mn):	1.563		
Gün. Ort. İşlem Hacmi (US\$ Mn):	49,4		

Beta	0,95
Yıllık Volatilité (Hisse)	0,33
Yıllık Volatilité (BIST 100)	0,26

Ortaklık Yapısı	%
Türkiye İş Bankası A.Ş.	51,060
Diğer	39,930
Efes Holding A.Ş.	6,77
Hisse Geri Alım	2,25
Toplam	100,0



Tablo 1: Finansallar

Milyon TL	9A23	9A24	YoY	3Ç23	3Ç24	YoY
Satış Gelirleri	158.992	136.312	-14,3%	46.186	42.867	-7,2%
Brüt Kar	45.838	31.585	-31,1%	13.877	9.924	-28,5%
Brüt Kar Marjı	28,8%	23,2%		30,0%	23,2%	
Operasyonel Kar	14.152	(1.485)	A.D.	4.288	140	-96,7%
Operasyonel Kar Marjı	8,9%	-1,1%		9,3%	0,3%	
FAVÖK	24.099	9.294	-61,4%	6.680	3.037	-54,5%
FAVÖK Marjı	15,2%	6,8%		14,5%	7,1%	
Net Kar	10.952	6.163	-43,7%	-659	795	A.D.
Net Kar Marjı	6,9%	4,5%		-1,4%	1,9%	

Tablo 2: Temel Finansallar

BİLANÇO (TL Mn)	2022/12	2023/12	2024/09
Maddi Duran Varlıklar	104.777	158.468	158.091
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36.896	48.048	41.720
Diğer Uzun Vadeli Kıymetler	23.314	35.795	39.128
Ticari Alacaklar	32.692	37.321	35.524
Hazır Değerler	41.597	51.301	62.323
Diğer Kısa Vadeli Varlıklar	49.710	64.707	54.758
<b>Toplam Aktifler</b>	<b>288.985</b>	<b>395.640</b>	<b>391.545</b>
Uzun Vadeli Borçlar	46.671	62.521	111.485
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.254	15.413	14.105
Kısa Vadeli Borçlar	23.532	39.378	16.952
Ticari Yükümlülükler	18.671	22.991	18.346
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.407	28.280	24.181
Toplam Yükümlülükler	115.535	168.582	185.071
Toplam Özsermaye	173.450	227.058	206.473
<b>Toplam Pasifler</b>	<b>288.985</b>	<b>395.640</b>	<b>391.545</b>

GELİR TABLOSU (TL Mn)	2022/12K	2023/12	2023/09	2024/09	Değişim
Net Satışlar	170.655	206.499	158.992	136.312	-14,3%
SMM	116.073	149.522	113.154	104.728	-7,4%
Brüt Kâr	54.583	56.977	45.838	31.585	-31,1%
Faaliyet Giderleri	32.636	42.772	31.686	33.070	4,4%
Net Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	21.947	14.205	14.152	-1.485	a.d.
Net Diğer Gelir/(Gider)	2.377	5.667	3.321	749	-77,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir/Gider	7.570	7.431	4.042	657	-83,7%
Finansman Gelir/(Gider)	-5.476	-2.229	-1.261	-7.317	a.d.
Net Parasal Pozisyon Kazanç/Kayıp	-1.182	5.478	8.006	12.215	52,6%
Vergi Öncesi Kâr	25.705	32.049	29.363	5.878	-80,0%
Vergi	-1.672	-6.266	-16.342	647	a.d.
<b>Net Kâr/(Zarar)</b>	<b>24.033</b>	<b>25.783</b>	<b>13.021</b>	<b>6.524</b>	<b>-49,9%</b>
Azınlık Payları	1.294	2.522	2.069	361	-82,5%
Ana Ortaklık Payları	22.739	23.261	10.952	6.163	-43,7%

# Şeker Yatırım

## UYARI NOTU:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu rapordaki veri, grafik ve tablolar güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır.

Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından ŞEKER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.- Büyükdere Cad. No:171 Metrocity A Blok Kat 4-5 34330 Şişli / İSTANBUL  
Tel: 0212 334 33 33, Pbx Fax: 0212 334 33 34, [arastirma@sekeryatirim.com](mailto:arastirma@sekeryatirim.com)