

# Türkiye — Cam

## Şişecam

### Yatırımlar Etkisini Gösteriyor

**Şişecam için 19 TL olan Aralık 2021 tarihli hedef fiyatımızı 28 TL'ye çıkararak ve %43 getiri potansiyeli ve AL tavsiyesi ile Öneri Listemizde tutmaya devam ediyoruz.** Şişecam hakkında pozitif görüşümüz ve yukarı yönlü revizyon sebeplerimiz; i) maliyet artışlarının fiyatlara etkili yansıtılması ii) ortalama dolar kurunda 4Ç sonrası devam eden artış (11.52'den 13.95'e), iii) devam eden sürekli büyüme hikayesi ve kapasite artışları, ve iv) ürün fiyatlarında döviz bazlı artış. Değerlememiz eşit ağırlıklı olarak İNA (%21 risksiz getiri oranı, %4 risk primi, %21 AOSM) ve benzer şirket çarpanları medyanına (2022T FD/FAVÖK 6.3x) dayanmaktadır. Değerlememizin detayları Sayfa 3'tedir.

**Artan maliyetlere karşı etkili fiyatlama.** Şişecam 2022 yılı birinci çeyrekte beklentimiz dahilinde 16.974m TL ciro ve 3.894m TL FAVÖK açıklarken, net kar bizim beklentimizin %6, konsesüs beklentisinin ise %33 üzerine çıkarak 3.576m TL olarak gerçekleşti. Çeyreklik bazda geçen yıl ilk çeyrek ile kıyaslandığında, artan kapasite kullanım oranı ve talep doğrultusunda operasyonel anlamda iyileşme, etkili fiyatlama, kur bazlı gelirler, baz yılı etkisiyle ciroda %200, FAVÖK'te %234 ve net karda ise %247 artış gerçekleşti. 2021 4. Çeyrek ile kıyaslandığında ise ciro ve FAVÖK'te sırasıyla %54, %87 artış gözlenirken ve net kar %29 azaldı. Geçtiğimiz sene ilk yarısından itibaren etkisini gösteren enerji fiyatlarındaki artışların, 2022 yılı ilk çeyreğinde yaşanan Rusya-Ukrayna savaşıyla birlikte zirve yapmasına karşılık etkili fiyatlama ve tedarik zinciri yönetimiyle marjlarını korumayı başardı. 2022 ilk çeyrek %40 brüt marj ve %26 FAVÖK marjı 3 yıllık tarihi ortalamaların yaklaşık 400 bps üzerinde gerçekleşti.

**ABD yatırımları ve kapasite artışları.** Dolar bazlı %23 artış gösteren soda külü fiyatı ve satın alınan Wyoming soda külü varlıkları neticesinde 2 katına çıkan hacim sonrasında kimyasallar segmenti 2022 ilk çeyreğinde yaklaşık 5.1 milyar TL ile şirketin en çok satış geliri sağlayan segmenti oldu. Fiyatların hem sentetik hem de doğal soda külünde dolar bazlı yukarı yönlü seyrini koruyacağını düşünüyoruz. Avrupa'da artan renovasyon projeleri ve artan talep doğrultusunda düz cam segmenti 4,9 milyar TL ile ikinci sırada yer aldı. Hacim olarak geçen seneye kıyasla %14 artış gösteren mimari cam satışları yaz sezonu ile artacak inşaat faaliyetleri ve kur artışı dolayısıyla güçlü kalmaya devam edecektir. Rusya'da cam ambalaj, düzcam ve cam ev eşyası segmentlerinde 8 tesis ile faaliyet gösteren Şişecam, cam ambalaj ve cam ev eşyası segmentlerinde pazar lideri konumunda bulunuyor. Rusya üretimlerinin % 90'ının iç piyasaya satılması şirkete yaptırımlara karşı görece koruma sağlıyor. Ruble'nin savaş öncesi seviyesinin dolar bazında %8 üzerine çıkması ve ucuz enerji kullanımı sebepleri segmenti güçlü tutuyor.

**Benzer şirketlere kıyasla cazip çarpanlar.** 2022 yılı tahminlerimize göre 5x F/K, 4,6x FD/FAVÖK ile işlem gören Şişecam, global emsallerinin 9,8x F/ K ve 6,3x FD/FAVÖK medyan çarpanlarına (Sayfa 3) kıyasla iskontolu işlem görmektedir. 2022 ve 2023 ortalama Dolar/TL beklentilerimiz sırasıyla 15,5 ve 17'dir. Özellikle sene sonuna doğru yaşanabilecek kur hareketleri ve olası yeni yatırımlar yukarı yönlü riskleri oluşturuyor.

**Riskler.** i)Yatırım faaliyetlerinde beklentiler dışında ortaya çıkabilecek ek maliyetler ve yapım sürelerinin uzaması ii) Rusya'ya uygulanabilecek ek ambargolar sebebiyle tedarik zinciri ve tahsilat sorunları iii) İnşaat faaliyetlerinin beklenen düzeyin altında kalması ana riskleri oluştururken Şişecam'ın güçlü finansal yapısı, düşük seviyede bulunan değerlendirme çarpanları, ve mevcut piyasa koşulları sebebiyle kısa vadede aşağı yönlü risklerin sınırlı olduğunu düşünüyoruz. Ancak enflasyonun hayli altında seyreden TL faizlerinde gerçekleşebilecek sert yukarı yönlü düzeltme ihtimali TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kazanmasına yol açarak ihracatçı & emtia üreticisi şirketlerin karlılığını baskılayabilir.

SISE	2019	2020	2021	2022T	2023T
Net Kar (TL mn)	1,905	2,138	9,133	11,782	16,938
Net Satışlar (TL mn)	18,059	21,341	32,058	71,996	96,490
FAVÖK (TL mn)	3,831	4,405	7,562	17,816	25,860
Net Borç/FAVÖK (x)	2.0	1.8	2.0	1.4	1.2

### AL

Fiyat: TL19.26

Hedef Fiyat: TL28

### Şirket Bilgileri

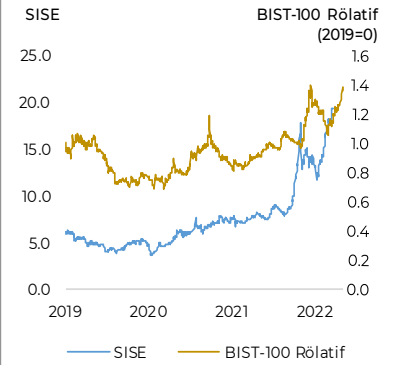
Hisse Kodu	SISE
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	28
Hedef Getiri	43%
Hisse Fiyatı (TL)	19.26
52 hafta fiyat aralığı	7.4 -19.3
Hisse Adedi (mn)	3,063
HAO	89%
Piyasa Değeri (TL mn)	58,998
Piyasa Değeri (USD mn)	3,940
Net Borç (TL mn)	14,012
Net Borç (USD mn)	957
3A OİH (USD mn)	118
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	3.4%
2020 Temettü Verimi (%)	2.1%

### Değerleme

	2020	2021	22T	23T
F/K (x)	37.9	6.5	5.0	3.5
FD/FAVÖK (x)	18.4	10.7	4.6	3.1
FD/Net Satışlar (x)	3.7	2.5	1.1	0.8
Net Borç/FAVÖK (x)	1.8	2.0	1.4	1.2

Kaynak: INFO Araştırma Tahminleri

### Hisse Fiyat Performansı



### INFO Araştırma Bölümü

**Araştırma:** +90 (212) 700-2621  
research@infoyatirim.com.tr

**Uluslararası Satış:** +90 (212) 700-2622  
sales@infoyatirim.com.tr

**Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.**

Tablo 2. Finansallar

Gelir Tablosu					Finansal Analiz				
(TL.mn)	2020	2021	2022T	2023T		2020	2021	2022T	2023T
Net Satışlar	21,341	32,058	71,996	96,490	<b>Büyüme (%)</b>				
Satışların Maliyeti	-14,679	-20,878	-46,887	-64,016	Net Satışlar	18.2	50.2	124.6	34.0
Brüt Kar/Zarar	6,661	11,180	25,109	32,474	Esas Faaliyet Kar/Zararı	12.1	99.7	169.6	43.1
Faaliyet Giderleri	-3,907	-5,679	-10,281	-11,252	FAVÖK Marjı	16.4	69.3	128.9	41.8
Esas Faaliyet Kar/Zarar	2,755	5,501	14,828	21,222	Net Kar/Zarar	12.3	327.2	29.0	43.8
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	492	727	1,155	1,040	<b>Marjlar (%)</b>				
Faaliyet Kar/Zararı	3,246	6,228	15,983	22,261	Brüt Kar Marjı	31.2	34.9	34.9	33.7
Finansman Gelir/Giderleri	-1,083	1,442	-3,652	-4,540	FAVÖK Marjı	20.6	23.6	24.7	26.8
Diğer Gelirler	992	3,190	1,598	2,226	Esas Faaliyet Kar Marjı	12.9	17.2	20.6	22.0
Vergi Öncesi Kar/Zarar	3,255	11,078	14,587	20,970	Net Kar Marjı	10.0	28.5	16.4	17.6
Dönem Vergi Gideri	-431	-1,853	-2,626	-3,775	<b>Verimlilik</b>				
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	2,825	9,224	11,961	17,196	Alacak Devir Hızı (gün)	74	82	76	74
Net Kar/Zarar	2,138	9,133	11,782	16,938	Stok Devir Hızı (gün)	100	104	100	100
FAVÖK	4,897	8,289	18,971	26,899	Ticari Borç Devir Hızı (gün)	63	80	80	80
					Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	18.3	17.7	14.3	11.7
<b>Bilanço</b>					<b>Karlılık</b>				
(TL.mn)	2020	2021	2022T	2023T	Aktif Karlılığı (%)	4.8	10.3	9.8	11.1
Dönen Varlıklar	21,217	35,673	54,179	71,299	Özkaynak Karlılığı (%)	9.6	23.2	23.2	25.7
Nakit ve Finansal Yatırımlar	11,515	16,076	21,264	27,388	Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	8.6	8.8	16.0	18.4
Ticari Alacaklar	4,770	9,647	14,988	19,562	<b>Kaldıraç</b>				
Stoklar	4,181	7,688	12,846	17,539	Varlıklar/Özsermaye (x)	1.99	2.25	2.38	2.32
Diğer Dönen Varlıklar	752	2,263	5,081	6,810	Net Borç/Özsermaye (x)	0.25	0.29	0.49	0.44
Duran Varlıklar	23,011	52,999	66,622	81,319	Net Borç/FAVÖK (x)	1.8	2.0	1.4	1.2
Maddi Duran Varlıklar	16,411	31,404	43,730	56,794					
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	908	14,763	15,223	15,725					
Ticari Alacaklar	94	143	321	430					
Diğer Duran Varlıklar	5,597	6,690	7,347	8,370					
Toplam Varlıklar	44,228	88,673	120,802	152,618					
Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,238	19,193	34,448	44,190					
Finansal Yükümlülükler	4,651	10,438	21,537	27,261					
Ticari Borçlar	2,742	6,359	10,277	14,031					
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	846	2,395	2,635	2,898					
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,498	20,116	25,490	32,254					
Finansal Yükümlülükler	12,492	17,213	21,537	27,261					
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,003	2,900	3,950	4,991					
Özkaynaklar	22,194	39,432	50,752	65,805					
Ödenmiş Sermaye	3,063	3,063	3,063	3,063					
Geçmiş Yıl Kar/zararları	11,036	19,390	30,671	45,723					
Yedek Akçeler	7,928	16,851	16,851	16,851					
Toplam Yükümlülükler	44,228	88,673	120,802	152,618					

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 3. Değerleme Özeti—İNA**

Değerlememizde %21 risksiz getiri oranı, %4 şirket risk primi, %21 AOSM kullanılmıştır.

(TL mn)	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Esas Faaliyet Kar Zararı	3,246	6,228	15,983	22,261	20,594	22,372	27,753	30,905	34,289	38,087	42,226
+Amortisman Giderleri	1,651	2,061	2,988	4,638	6,205	7,352	7,914	8,330	8,868	9,386	9,995
-Yatırım Giderleri	-1,795	-2,438	-11,776	-14,203	-12,023	-11,145	-11,229	-12,352	-13,587	-14,946	-16,440
-Net İşletme Sermayesindeki Değişim	-830	-4,767	-6,582	-5,513	-2,546	-2,811	-5,095	-3,338	-3,691	-4,057	-4,457
- Vergiler	-429	-1,121	-2,877	-4,007	-3,707	-4,027	-4,996	-5,563	-6,172	-6,856	-7,601
<b>Firmaya Serbest Nakit Akımı</b>	<b>1,842</b>	<b>-36</b>	<b>-2,263</b>	<b>3,177</b>	<b>8,524</b>	<b>11,742</b>	<b>14,347</b>	<b>17,982</b>	<b>19,708</b>	<b>21,615</b>	<b>23,723</b>
İskonto Oranı			0.89	0.73	0.61	0.50	0.42	0.34	0.28	0.24	0.19
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	28,263										
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	50,905										
Hedef Firma Değeri	79,168										
-Net Borç	11,575										
-Azınlık Payları	9,932										
+İştirakler	2,723										
Hedef Şirket Değeri	60,383										
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	24%										
<b>Hedef Şirket Değeri (mTL)</b>	<b>75,030</b>										

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 4. Benzler Şirket Çarpanları**

2022T 6.3x FD/FAVÖK hedef çarpan olarak kullanılmıştır.

RT TICKER	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	F/K		FD/FAVÖK	
				2022E	2023E	2022E	2023E
SGO:FR	Compagnie De Saint-Gobain Sa	Fransa	28,661	9.1	8.4	5.4	5.1
868:HK	Xinyi Glass Holdings Ltd	Çin	8,976	6.8	6.1	6.1	5.7
PPG:USY	Ppg Industries Inc	ABD	30,030	17.7	14.2	13.3	11.5
CIE:PL	Ciech Sa	Çin	468	9.1	12.9	4.7	4.8
VID:ES	Vidrala Sa	Çin	2,124	15.4	13.2	8.0	7.3
601636:CNA	Zhuzhou Kibing Group Co Ltd (A)	Çin	4,262	7.6	6.6	5.1	4.1
VRLA:FR	Verallia	Fransa	3,262	10.5	9.2	6.5	6.0
GXI:DEX	Gerresheimer Ag	Almanya	2,160	13.8	11.6	9.3	8.3
	<b>Medyan</b>			<b>9.8</b>	<b>10.4</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>
SISE:IS	Şişecam	Türkiye	3,940	5.0	3.5	4.6	3.1
	İskonto			-49%	-67%	-28%	-46%

Kaynak: Equity RT, INFO Araştırma tahminleri

**Tablo 5. Değerleme Sonucu**

<b>Değerleme</b>			
Metod	Ağırlık	Tahmini Değer	Katkı
İNA	50%	75,030	37,515
Benzer Şirket Çarpanları	50%	94,027	47,014
<b>Hedef Değer (TL mn)</b>			<b>84,529</b>
<b>Hedef Fiyat (TL)</b>			<b>28</b>
Güncel Fiyat (TL)			19.26
Potansiyel Getiri			43%

## Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistiki şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. 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. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

### INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Serhan Gök– Araştırma Direktörü

Çağlar Toros– Stratejist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist

İbrahim Şişman– Yardımcı Uzman Analist