

ŞİŞE CAM

Endekse Paralel Getiri Cam

9 Ekim 2013

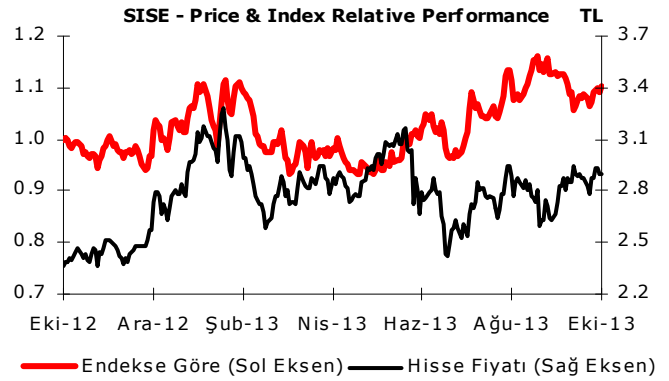
Ömer Ömerbaş , Göksel Şişmanlar
omer.omerbas@akyatirim.com.tr,
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Halka açık iştiraklerine göre yüksek primle işlem görüyor

- Zayıf finansallara rağmen yılbaşından bu yana endeksin üzerinde getiri sağladı. Süregelen düşük finansal performansa rağmen (Grubun VAFÖK marjı son altı çeyrekte tarihi düşük seviyelerde seyretti) Şişe Cam hisseleri yılbaşından bu yana BIST-100 endeksinin %9 üzerinde getiri sağladı. Bu performansı tetikleyen ilk faktör uzun yıllardır beklenen Paşabahçe halka arzına yönelik çalışmaların hızlandığına yönelik yılın ilk aylarında gelen haberler oldu. Bunun yanı sıra Mayıs sonundan itibaren piyasada yaşanan geri çekilme esnasında cam sektörüne yatırım yapan yatırımcıların iştirak hisselerinden ziyade daha likit durumda olan ana şirkete yönelmesi de hissenin bu göreceli olumlu performansına destek olan diğer bir etken oldu.
- Şişe Cam, borsaya kote olan iştiraklerinin değerine göre yüksek primle işlem görüyor. Şirket hedef net aktif değerine göre %4 iskontolu, işlem gören iştiraklerinin değerine göre ise son üç yıl ortalaması olan %50'nin üzerinde, %70 primli işlem görüyor. Bu seviye, yılın başlarında Paşabahçe'nin halka arzına yönelik haberler ilk gündeme geldiğinde Şişe Cam'ın yükselen fiyatıyla birlikte görülen primin de üzerindedir. Mevcut piyasa koşullarında Paşabahçe halka arzının şu an için ötelendiğini öngörüyoruz. Bu paralelde kısa vadede grup şirketlerinin değerine göre Şişe Cam'ın priminde daralma bekliyoruz.
- Şişe Cam için "Endekse Paralel Getiri" önerimiz bulunurken, 12 aylık hedef fiyatımız 3TL seviyesi (önceki 2.83TL) %4 yukarı potansiyele işaret ediyor. Şişe Cam yerine, önümüzdeki dönemde büyüme tarafında grup şirketlerinin başını çekecek olan Trakya Cam'ı tercih ediyoruz. Şişe Cam'da, 2013-2015 döneminde konsolide ciro ve VAFÖK'te sırasıyla %16 ve %23 ortalama büyüme öngörüyoruz. Bu rakamlar temel olarak Trakya Cam'ın büyük ölçekteki kapasite artışı sonrası ciro ve VAFÖK'de sağlayacağı %32 ve %49 büyüme beklentileriyle desteklenmektedir.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	2,90 / 1,46
12 Ay Hedef Fiyat (TL/US\$)	3,00 / 1,51
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	3,39 / 2,32
Hisse Sayısı (bin)	1.571.000
Piyasa Değeri (TLmn)	4.556
Net Borç (2013/06, TLmn)	1.436
Halka Açıklık	%29
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	13,6
Kod (Reuters, Bloomberg)	SISE.IS, SISE TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	75.064 / 37.768



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	%1.0	%9.0	%14.2	%22.8
Endekse Göre	%2.9	-%2.4	%9.0	%10.3

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

	2011	2012	2013T	2014T
Net Satış	4,979	5,342	5,656	6,716
VAFÖK	1,238	939	917	1,201
Net Kar	632	294	274	357
FD/Satış	1.0	1.4	1.3	1.1
FD/VAFÖK	4.2	7.9	8.1	6.2
F/K	7.2	15.5	16.6	12.8

Ortaklık Yapısı

İş Bankası	%65,5
Halka Açık	%28,0
Diğer	%6,5

Teknik Analiz:

Hissede çok belirgin bir olumsuzluk olmamakla birlikte zayıflama eğilimi hakim. 21 günlük ağırlıklı ortalama civarında hareket yaşıyor. 2.83 altında yaşanacak bir sarkmanın ilk aşamada 2.75 seviyesini gündeme getirebileceğini düşünüyoruz. Olumlu görünüme geri dönüş için ise en azından 2.92/95 bandının aşılması gerektiğini belirtebiliriz.

ŞİŞE CAM – Günlük TL Grafik

TRAKYA CAM

Endeksin Üzerinde Getiri Cam

9 Ekim 2013

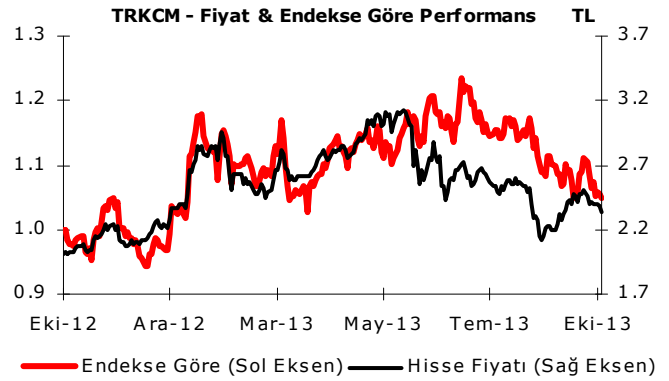
Ömer Ömerbaş , Göksel Şişmanlar
omer.omerbas@akyatirim.com.tr,
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Yatırım hikayesi güçleniyor

- **Trakya Cam'ın yatırım hikayesi güçleniyor.** Trakya Cam'ın uzun süredir devam eden kapasite artış programında son aşamaya gelinmiş durumda ve üç yeni tesisin 4Ç13'ten itibaren kademeli olarak devreye girmesi bekleniyor. Bugünden itibaren 12 ay içinde şirket, i) Rusya pazarına girmiş olacak, ii) Balkanlardaki varlığını güçlendirerek Almanya ve Doğu Avrupa yeni satın alınan otocam tesislerini beslemeye başlayacak, iii) yeni girilen Hindistan pazarında büyüme planlarını şekillendirmeye başlayacak, ve iv) daha önemlisi Türkiye'de %20 yeni kapasite ekleyerek sektöre giriş çitasını yükseltmiş olacak, ve böylece hükümetin kentsel dönüşüm projelerinin hız kazanması öncesinde pazardaki konumunu güçlendirmiş olacak.
- **Bilanço büyümesi hızlı.** Operasyon bölgesinin genişlemesi ve yeni kapasite ile Trakya Cam'ın gelecek dört yılda ortalama %25 ciro, %30 VAFÖK büyümesi gerçekleştireceğini (enerji fiyatlarının enflasyon paralelinde artacağı varsayımıyla) tahmin ediyoruz.
- **Hisse son iki aydan BIST-100 endeksinin %10 altında performans gösterdi.** Beklentileri karşılamayan finansal performans, TL'nin değer kaybı sonrasında enerji fiyatlarında yeni bir artış yaşanıp yaşanmayacağı endişesi hisse senedinin son zamanlardaki zayıf seyrinde etkili olmuştur. Yaklaşan seçimler göz önüne alındığında özellikle enerji fiyatlarında bir artış riskini düşük olarak öngörmekteyiz.
- **Trakya Cam için "Endeksin üzerinde Getiri" önerimiz bulunurken, 12 aylık hedef fiyatımız olan 3TL %28 yukarı potansiyele işaret ediyor.** Hisse 2015T 5.0x FD/VAFÖK çarpanıyla (yeni kapasitelerin tam olarak katkısının olacağı yıl) işlem görürken, FD/VAFÖK tarihsel ortalaması 6.8x seviyesinde bulunuyor.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	2,34 / 1,18
12 Ay Hedef Fiyat (TL/US\$)	3,00 / 1,51
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	3,17 / 2,00
Hisse Sayısı (bin)	710.000
Piyasa Değeri (TLmn)	1.661
Net Borç (2013/06, TLmn)	209
Halka Açıklık	%28
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	6,8
Kod (Reuters, Bloomberg)	TRKCM.IS, TRKCM TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	75.064 / 37.768



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-%3.3	%6.4	-%10.0	%16.6
Endekse Göre	-%1.5	-%4.7	-%14.1	%4.7

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

	2012	2013T	2014T	2015T
Net Satış	1.249	1.218	1.674	2.108
VAFÖK	202	174	282	403
Net Kar	72	77	113	153
FD/Satış	1,0	1,2	1,1	0,9
FD/VAFÖK	6,5	9,3	6,8	5,0
F/K	23,3	21,9	15,0	11,0

Ortaklık Yapısı

Şişe Cam	%69,4
Halka Açık	%30,2
Diğer	%0,5

Teknik Analiz:

Hisse 21 günlük ortalama altına sarkma yaşamış durumda. Güç kaybı var. 2.27/25 ilk destek bölgesi. Bu seviyede tutunma yaşanmaması durumunda 2.17 ve 2.10 desteklerinin gündeme gelebileceğini düşünüyoruz. İyimserlik için en azından 2.40/45 üzerinde bir hareket gerektiğini belirtebiliriz.

TRAKYA CAM – Günlük TL Grafik

ANADOLU CAM

Endekse Paralel Getiri
Cam

9 Ekim 2013

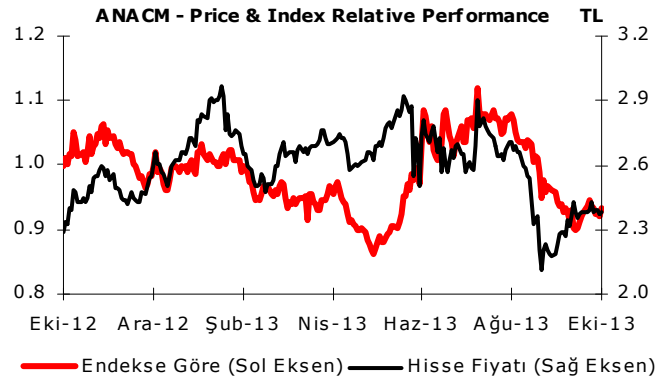
Ömer Ömerbaş , Göksel Şişmanlar
omer.omerbas@akyatirim.com.tr,
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Büyüme görünümü zayıflıyor

- Grup şirketi Trakya Cam'da olduğu gibi, Anadolu Cam'ın da yakın dönemli yatırım hikayesi kapasite artırımına dayanıyordu.** Şirket 2010-2012 döneminde kurulu kapasitesine %16 yeni kapasite ekledi. Ancak bu artış özellikle Rusya pazarının zayıf kalmasıyla, hacim büyümesine aynı oranda (kümülatif %9) yansımadi.
- Rusya pazarındaki zayıflık 2013 yılında yüksek boyutlara ulaştı.** Öyle ki, Anadolu Cam, kapasite kullanım oranlarındaki düşüklük nedeniyle Rusya'daki Pokrovsky tesisini (Rusya'daki toplam kapasitenin %17'si) en az altı ay boyunca kapatma kararı aldı. Bu aşamada yapısal sorunlar ve kısıtlayıcı yasal düzenlemeler gözönüne alındığında, Rus bira pazarına olan yüksek duyarlılığı (hacmin %50'sinden fazlası) Anadolu Cam için bir risk olarak görünmektedir.
- Türkiye pazarının dinamikleri daha iyi, ama güçlü bir ciro büyümesi sağlayacak kadar yeterli değil.** Diğer taraftan iç pazarda beklenen rekabet artışı gelecek için büyük bir tehdit olarak görünüyor. Rakip Park Cam 2017 yılına kadar toplam 600 bin ton/yıl kapsiteli 4 cam ambalaj hattı kurmak için yatırım kararı aldı. Bu kapasite Anadolu Cam'ın 2013T kapasitesinin yaklaşık %60'ına karşılık geliyor.
- 2013-17 dönemi için ortalama %9 ve %11 ciro ve VAFÖK büyümesi öngörüyoruz.** Bu tahminimiz rekabet ortamında söz konusu olabilecek artışın etkisini içermemektedir. Bu etki hariç tutulsa dahi öngördüğümüz büyüme oranları grup şirketi Trakya Cam'dan daha düşük durumdadır.
- Anadolu Cam için önerimizi aşağı yönde revize ederek "Endekse Paralel Getiri" ye indiriyoruz.** İndirgenmiş Nakit Akımı ve benzer şirket karşılaştırmasının yanı sıra oluşabilecek yoğun rekabet (Park Cam yatırımı) riskine karşı %10'luk iskonto uygulayarak 12 aylık 2.70TL hedef fiyat hesaplıyoruz. Yeni hedef fiyatımız %13 yukarı potansiyele işaret ediyor.

Hisse Data

Fiyat (TL/US\$)	2,38 / 1,20
12 Ay Hedef Fiyat (TL/US\$)	2,70 / 1,36
Fiyat Aralığı (1 Yıl, TL)	3,00 / 2,07
Hisse Sayısı (bin)	415.000
Piyasa Değeri (TLmn)	988
Net Borç (2013/06, TLmn)	870
Halka Açıklık	%20
Günlük Hacim (3 Ay, TLmn)	0,9
Kod (Reuters, Bloomberg)	ANACM.IS, ANACM TI
İMKB-100 Endeksi (TL/US\$)	75.064 / 37.768



Hisse Performansı

	1 Hafta	1 Ay	3 Ay	1 Yıl
TL	-%2,1	%8,7	-%8,5	%4,0
Endekse Göre	-%0,2	-%2,7	-%12,6	-%6,6

Tahminler (UFRS, TLmn) & Değerleme

	2011	2012	2013T	2014T
Net Satış	1.288	1.475	1.537	1.695
VAFÖK	315	290	238	274
Net Kar	134	72	54	82
FD/Satış	1.5	1.3	1.3	1.2
FD/VAFÖK	5.6	6.3	8.3	7.1
F/K	7.4	13.8	18.2	12.1

Ortaklık Yapısı

Şişe Cam	%79,1
Halka Açık	%20,9

Teknik Analiz:

Hissede yükseliş denemelerinin zayıf kaldığını söyleyebiliriz. 2.45/50 bandını güçlü direnç olarak değerlendiriyoruz. Bu seviyenin aşılmasına durumunda ancak olumlu bir görünümünden bahsediyor olacağız. 2.35 desteğinin altına yaşanacak bir sarkma ise yaşanan zayıf seyrin daha da belirginleşmesi anlamına gelebilecektir. Teknik göstergelerin de güçlü bir eğilim sergilemediğini belirtmemiz gerekiyor.

ANADOLU CAM – Günlük TL Grafik

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2013