

Şişe Cam

NÖTR

Hisse Fiyatı : 3.30 TL
12-Ay Hedef: 3.65 TL

Ömer Ömerbaş
omer.omerbas@akyatirim.com.tr

Göksel Şişmanlar
goksel.sismanlar@akyatirim.com.tr

Hedef ve tahminlerde yukarı revizyon

• **Şişe Cam grubu şirketleri geçtiğimiz günlerde Paşabahçe'nin %15.44'lük payının 125mn Euro bedelle EBRD'ye için sözleşme imzaladı.** Trakya Cam 14.3mn adet hisseyi (ödenmiş sermayenin %6.6'sı) 54mn Euro bedelle, Anadolu Cam ve Soda Sanayi de ayrı ayrı 9.5mn adet hisseyi (toplamda ödenmiş sermayenin %8.8'i) toplam 71.4mn Euro bedelle EBRD'ye (European Bank for Reconstruction and Development) satacak. Paşabahçe'nin kalan %84 hissesi ise Şişe Cam'ın elinde bulunuyor. Söz konusu hisse satışı Paşabahçe'nin %100 hisseleri için 809mn Euro'luk (güncel kurlardan 2.3milyar TL) bir değere işaret etmektedir.

• **Paşabahçe anlaşması sonrasında Şişe Cam için değerlememizi yukarı revize ediyoruz.** Hisse satışının işaret ettiği değer üzerinden Paşabahçe'nin 2015T FD/VAFÖK çarpanını yaklaşık c.9.0x olarak hesaplıyoruz – bu rakam yabancı cam üreticilerinin 6.5x – 7.0x çarpan seviyelerine göre bir prime işaret etmektedir. Bu primin hak edilmesi için Paşabahçe'nin önümüzdeki dönemlerde güçlü bir VAFÖK büyümesi göstermesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu bağlamda Şişe Cam yönetiminin EBRD'ye agresif bir büyüme planı sunmuş olabileceği ihtimalini gözardı etmemekle birlikte, elimizde detaylı bilgi bulunmaması ve temkinli bir yaklaşım sergileme düşüncesiyle, Paşabahçe'nin satış değerini Şişe Cam'ın değerlemesine bire bir yansıtmaktan kaçınıyoruz. Bu nedenle işlem değerine %15'lik bir iskonto uyguluyor ve Paşabahçe için 1.93milyar TL bir değer hesaplıyoruz (önceki değerlememizin %17 üzerinde).

• **İştiraklerin hedef değerlerinde revizyonlar.** Anlaşmadan kaynaklanacak nakit girişlerini dikkate alarak Trakya Cam (öneri: Endeksin Üzerinde) için 12 aylık hedef değerimizi 3.41TL'ye (önceki: 3.24TL), Anadolu Cam (öneri: Nötr) için ise 12 aylık hedef değerimizi 2.28TL'ye (önceki: 2.15TL) yükseltiyoruz.

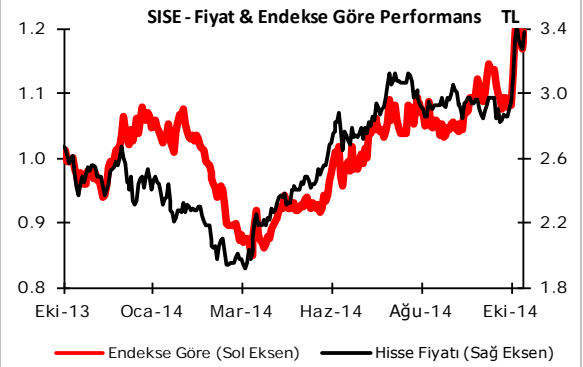
• **Şişe Cam için yeni 12 aylık hedef fiyatımız 3.68TL (önceki: 3.23TL) %11 yukarı potansiyele işaret ediyor.** Değerlememiz şirketin arazi portföyünü ve tahvil ihracının ardından hesaplarda kalan solo net nakdini de (200mnTL) içermektedir.

• **Şişe Cam için "Nötr" derecelendirmemizi devam ettiriyoruz.** Şişe Cam hisseleri Paşabahçe satışı sonrasında 8 günde %7 değer kazandı. Bu hareketin anlaşmanın pozitif etkisini yansıttığını düşünüyoruz. Bununla birlikte Paşabahçe'nin asıl değerinin uzun zamandır beklenen halka arzın gerçekleşmesiyle açığa çıkacağına inanıyoruz. EBRD'ye azınlık hisse satışının halka arz için bir sinyal olduğunu düşünüyoruz, fakat halka arzın Paşabahçe'nin finansal performansında belirgin bir artış görülmeden önce kısa vadede gerçekleşmesini de beklemiyoruz.

Hisse Verileri

Hisse (Reuters, Bloomberg)	SISE.IS, SISE TI
Piyasa Değ. (TLmn)	5,610
Hisse adedi (000)	1,700,000
Halka açıklık	%28
Hacim (3 ay, bin TL)	13.4
Net borç (2014/06, TLmn)	1,927
BIST-100 Endeksi (TL)	80,268

Hisse verileri 4 Kasım 2014 itibarıdır.



Hisse Performans

	1Hafta	1Ay	3Ay	1Yıl
TL	%0.0	%11.1	%10.0	%26.4
Endeks Rel.*	%-0.9	%2.9	%8.7	%17.8

* BIST Toplam getiri endeksi

Tahminler (TLmn)

	2012	2013	2014F	2015F
Net Satış	5,320	5,954	7,299	8,143
VAFÖK	940	940	1,330	1,471
VAFÖK marjı	%17.7	%15.8	%18.2	%18.1
Net Kar	305	319	431	436
FD/Satış	1.2	1.3	1.3	1.2
FD/VAFÖK	6.7	8.3	7.3	6.6
F/K	13.3	14.1	13.0	12.9

Ortaklık Yapısı

İş Bankası	%65.5
Halka Açık	%28.0
Diğer	%6.5

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 İnternet 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. 2014