

Değerleme ve Modelleme Hizmetleri

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

Birleşme ve Hisse Değişim Oranları
Tespitine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

27 Nisan 2020

Gizli ve Özel



pwc



Serkan Aslan
Değerleme ve Modelleme
Ortak

Engin İyikul
Değerleme ve Modelleme
Direktör

Eray Kumdereli
Değerleme ve Modelleme
Direktör

Serra Türkkan
Değerleme ve Modelleme
Kıdemli Müdür

Ahsen Erten
Değerleme ve Modelleme
Müdür

**PwC Yönetim
Danışmanlığı A.Ş.**
Süleyman Seba Caddesi No:48
BJK Plaza B Blok Kat 4,
Akaretler 34357
Beşiktaş, İstanbul - Türkiye

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

İçmeler Mahallesi, D-100 Karayolu Caddesi,
No: 44A 34947 Tuzla/İstanbul

27 Nisan 2020

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (“Şirket” veya “Şişecam” veya “SİSE”) ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. (“PwC”) arasında imzalanmış olan hizmet sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında, Trakya Cam Sanayii A.Ş. (TRKCM), Anadolu Cam Sanayii A.Ş. (ANACM), Paşabahçe Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş. (PASAB), Denizli Cam Sanayii A.Ş. (DENCM) ve Soda Sanayii A.Ş. (SODA) şirketlerinin, Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (beraber “Birleşecek Şirketler”) çatısı altında birleşmesine ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)’nin 7. maddesi çerçevesinde hazırlanan Uzman Kuruluş Raporu’nun (“Rapor”) sonuçları ektedir. Çalışmamız, rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, Birleşecek Şirketler’in yönetimlerinin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla birleşme ve değişim oranlarının uygun değerlendirme yaklaşımları kullanılarak tespit edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Çalışmada Birleşecek Şirketler tarafından sağlanan geçmiş finansal ve operasyonel bilgiler ile finansal projeksiyonlar kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Birleşecek Şirketler’in yönetimleri tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Şişecam yönetimi için hazırlanmıştır. PwC, raporun üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk Şişecam yönetiminde kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan
Ortak

İçindekiler

Giriş	4
Çalışma Özeti	21
Birleşecek Şirketler ve Değerleme Analizi	59
1 SISE	60
2 TRKCM	97
3 ANACM	130
4 PASAB	156
5 DENCM	183
6 SODA	191
Ekler	232

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/9)

Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı, TRKCM, ANACM, PASAB, DENCM ve SODA'nın, SISE çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasına yönelik Uzman Kuruluş Raporu'nu hazırlamaktır.

PwC; çalışma kapsamında, Birleşecek Şirketler'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Birleşecek Şirketler'in değerlerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Makul Değer

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu raporda baz alınan değer "Makul Değer"dir. SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliği'nde belirtildiği gibi Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına (UDS) uyulması zorunludur. UDS'ye göre ise Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyatıdır.

Bilgi Kaynakları

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş finansal veriler ve projeksiyonlar Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanmıştır. Geçmiş finansal veriler olarak, SISE, TRKCM, ANACM ve SODA için SPK'nın; PASAB için KGK'nın finansal raporlama hükümlerine uygun olarak ve TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış, 2017 – 2019 yıllarını kapsayan, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar kullanılmıştır. Projeksiyonlara baz olan iş planları 2020-2025 yıllarını kapsamaktayken, Birleşecek Şirketler'in bağlı ortaklık ve iştirakleri arasında yer alan madencilik şirketleri için maden rezervlerinin ömürleri dikkate alınmıştır. Raporun ilerleyen bölümlerinde detayları açıklanan Anadolu Cam'ın Doğu Avrupa yatırımı için 2034 yılına kadar, SODA'nın ABD'deki doğal soda külü yatırımı için ise 2085 yılına kadar olan nakit akımları dikkate alınmıştır. Bilgi Kaynakları'nın detaylı listesi raporun 'Ekler' bölümünde sunulmuştur.

PwC, Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Birleşecek Şirketler'in yönetimleri ile tartışılarak revize edilmiş ve çalışmamızda yer almıştır.

PwC, bu çalışma kapsamında Birleşecek Şirketler'e ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/9)

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Şişecam yönetimi için hazırlanmıştır. *PwC, bu raporun Şişecam yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir.* Raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk Şişecam yönetiminde kalacaktır. *Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.*

Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi olarak SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)'nin 6. maddesi çerçevesinde **31 Aralık 2019** belirlenmiştir.

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı ("GY"), Piyasa Yaklaşımı ("PY"), Net Varlık Yaklaşımı ("NVY") ve Borsa Değeri ("BD") olmak üzere **4 yöntem** kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları – "İNA")

Bu yöntemde Birleşecek Şirketler'in değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerlerine indirgenmesiyle elde edilmektedir. *Gelir yaklaşımı kapsamında Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanan iş planları ve iş planı dönemi sonrasına ait nakit akımı tahminleri dikkate alınmıştır.*

İNA çalışması kapsamında Birleşecek Şirketler'in ve onların faal olan bağlı ortaklarının ve iştiraklerinin gelir/giderini, kurumlar vergisi yükünü, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören indirgenmiş nakit akımı modelleri hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Birleşecek Şirketler'in yönetimlerinin sağladığı bilgiler esas alınmıştır. İNA çalışması kapsamında dikkate alınan şirketlerin gelecekte yaratacağı beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının söz konusu şirketlerin risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

Gelir yaklaşımı kapsamında çalışmada dikkate alınmış bütün şirketler için solo hisse değerleri tahmin edildikten sonra her bir Birleşecek Şirket'in toplam değerinin hesaplanması aşamasında "Parçaların Toplamı" yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntemde her bir Birleşecek Şirket'in kendisi, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri için tahmin edilen hisse değerleri Birleşecek Şirket'in söz konusu şirketlerdeki sahiplik oranı ile çarpılmış, Birleşecek Şirket'in kendi değeri ile bağlı ortaklık ve iştiraklerinde sahip olduğu payların değeri toplanarak toplam hisse değerine ulaşılmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/9)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirketler ("KŞ") ve işlemler ("Kİ") yöntemlerine göre; *Birleşecek Şirketler ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerleme çarpanları dikkate alınarak toplam hisse değeri tahmin edilmektedir.* Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

***Karşılaştırılabilir Şirketler** analizinde Birleşecek Şirketler'le benzer operasyona, karlılık ve borçluluk oranlarına sahip ve Birleşecek Şirketler'in faaliyet gösterdiği iş kolları ve coğrafyalarda rekabet içinde olduğu anlaşılan karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerleme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı" belirlenmiştir. ŞD/FAVÖK oranı ilgili şirketlerden elde edilen 2015-2019 dönemlerini kapsayan 5 yıllık ortalama piyasa değerleri ile yıl sonu net borçluluk tutarları ve diğer anlamlı veriler kullanılarak hesaplanmıştır. 5 yılı kapsayan bir dönem için yıllık bazda hesaplanan ve ortalama olarak dikkate alınan bu oranın sektörün genel çarpanını temsil ettiği düşünülmektedir. Hesaplanan çarpan Birleşecek Şirketler'in 2019-2022 dönemlerini kapsayan 4 yıllık ortalama FAVÖK tutarına (enflasyon düzeltmesi ile 2019 yılı fiyatlarına getirilmiş) uygulanarak şirket değeri tahmin edilmiştir. Çarpanın uygulanacağı FAVÖK'ün belirlenmesinde kullanılan bu yöntem ile beraber COVID-19 salgınının kısa vadede olabilecek etkisi FAVÖK bazına dahil edilmiş ve bu sayede Piyasa Yaklaşımı çalışması kapsamında da bu güncel gelişmenin değer üzerindeki etkisi dikkate alınabilmektedir.*

***Karşılaştırılabilir İşlemler** yöntemi ise; yeterli sayıda ve detayları tam olarak kamuya açıklanmış işlem bulunamaması, bulunan işlemlerin bir kısmının azınlık payı hisse satın alımı ile ilgili olması ve değerlendirme tarihinden geriye dönük son 5 yılda gerçekleşmiş işlemlere odaklanılması sonucu işlem sayısının sınırlı kalması nedenleriyle uygulanamamıştır.*

SISE için Piyasa Yaklaşımı uygulanırken karşılaştırılabilir şirketler bulmaya yönelik ayrı bir analiz çalışması yapılmamış, SISE dışında kalan ve direkt olarak SISE'nin iştirak ettiği diğer Birleşecek Şirketler'in Piyasa Yaklaşımı sonuçları SISE'nin sahiplik oranı dahilinde dikkate alınarak SISE'nin toplam hisse değeri tahmin edilmiştir. SISE'nin direkt iştirak ettiği ve Birleşecek Şirketler dışında kalan Diğer Şirketler için ise Piyasa Yaklaşımı kapsamında Gelir Yaklaşımı ya da Net Varlık Yaklaşımı uygulanarak elde edilmiş değer tahminleri dikkate alınmıştır. Diğer Şirketler, dar kapsamlı ve topluluk ihtiyaçlarına özel faaliyetlerle iştigal etmelerinden ötürü bu şirketlerin değerlendirme çalışmasında Piyasa Yaklaşımı'nın uygulanmasının doğru olmayacağı düşünülmüştür.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/9)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır.

Bu kapsamda, 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SISE, TRKCM, ANACM, DENCM ve SODA için SPK'nın; PASAB için ise KGK'nın belirlemiş olduğu düzenlemelerde referans verilen TMS/TFRS finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarda yer alan konsolide özkaynak tutarları dikkate alınarak net varlık değerleri tahmin edilmiştir. Bu kapsamda bilançoda görülen özkaynak tutarlarına ödenecek/toplanacak temettüler için düzeltmeler yapılmış, ayrıca bazı varlık ve yükümlülöklere ilişkin de düzeltmeler yapılmıştır.

Borsa Değeri

Aktif bir piyasadan elde edilebilecek fiyat bilgisinin değere yönelik anlamlı bir gösterge olabilecek olması nedeniyle, Birleşecek Şirketler'den halka açık olanlar için Borsa Değeri değerlendirilmiştir.

Borsa Değeri kapsamında değer hesaplanırken, Birleşecek Şirketler'in günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı, Şişecam yönetiminin birleşme çalışmasını Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) açıkladığı tarih olan 30.01.2020 ve 31.01.2019 arası geriye dönük 1 yıllık dönem dikkate alınarak hesaplanmıştır.

PASAB'ın hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Piyasa Yaklaşımı sonuçları dikkate alınarak tahmini borsa değeri hesaplanmıştır. Bu hesaplama için halka açık Birleşecek Şirketler'in borsa değerleri üzerinden hesaplanan piyasa çarpanları ve karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpanlar karşılaştırılmıştır. Bu çarpanların birbirine oranları Piyasa Yaklaşımı'ndan elde edilen değer ile Borsa Değeri arasındaki iskonto oranı olarak dikkate alınmıştır. Halka açık Birleşecek Şirketler'in iskonto oranlarının aritmetik ortalaması, PASAB için Piyasa Yaklaşımı'ndan bulunan şirket değerine uygulanarak PASAB için tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan detayları raporun PASAB bölümünde sunulmaktadır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (5/9)

Çalışmada Kullanılan Para Birimleri

Değerleme çalışmasında baz alınacak para birimleri Birleşecek Şirketler'in bağlı ortaklık ve iştirakleri için şirketlerin operasyonel yapısı ve satış yaptığı coğrafya dikkate alınarak ayrı ayrı belirlenmiştir. *Şirketlerin geçmiş nakit akımları, iş planlarına baz oluşturan satış ve karlılık hedefleri incelenmiş ve bu göstergeler üzerinde en etkili olan para birimi operasyonel para birimi olarak belirlenmiş ve değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.*

Gelir Yaklaşımı kapsamında Birleşecek Şirketlerin ve bağlı ortaklıklarıyla iştiraklerinin operasyonel para birimi ile hesaplanan hisse değerleri, değerlendirme tarihi itibarıyla geçerli olan döviz kurlarıyla TL'ye çevrilmiştir.

Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

Birleşecek Şirketler'in birleşme sürecine ilişkin Uzman Kuruluş Raporu çalışmasında yer alan ortaklık yapıları için *rapor tarihi itibarıyla en güncel ortaklık yapısı* dikkate alınmıştır. *Birleşme sözleşmesinin imzalanacağı tarihe kadar hisse sahiplik oranlarının değişmesi durumuna bağlı olarak, birleşme öncesi ortaklık yapısı da değişikliğe uğrayabilir.*

Hisse Geri Alım Programları

Türkiye İş Bankası A.Ş. (Türkiye İş Bankası) 25 Aralık 2019 tarihinde KAP'ta yayınladığı açıklama ile yönetim kurulu tarafından alınan kararla borsada işlem gören bağlı ortaklıklarının hisselerinin piyasadan satın alınması kapsamında toplam ödenecek tutarın 300m TL ile sınırlı kalması kaydıyla 2020 yılsonuna kadar sürecek hisse geri alım programını duyurmuştur. Bu kapsamda Türkiye İş Bankası A.Ş. 2020 yılının başından bu yana SISE hisselerine yönelik pay alımları gerçekleştirmiştir.

Benzer şekilde SISE özellikle 2019 yılı Eylül-Ekim aylarından bu yana borsada işlem gören bağlı ortaklıklarının hisselerini piyasadan satın almaktadır. SISE yönetiminden edindiğimiz bilgiye göre hisse geri alım programının rapor tarihinden sonraki dönemde de uygun görüldüğü taktirde devam edeceği anlaşılmaktadır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (6/9)

II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği

Birleşme; 6362 Nolu Sermaye Piyasası Kanunu, SPK'nın Seri: II, No. 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği' ve Seri:II, N 23.1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği (veya yeni tebliğ), 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ve ilgili diğer mevzuat hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Uzman Kuruluş Raporu'muz, SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği dikkate alınarak hazırlanmıştır.

II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği/ Uzman Kuruluş Raporu

MADDE 7

- (1) Birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. Söz konusu raporda değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerleme yöntemi dikkate alınır.
- (2) Değerleme işlemlerinde, Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri dikkate alınır.
- (3) Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. *Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerleme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerleme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur.*

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (7/9)

Çalışma Ekibi

Uzman Kuruluş raporu çalışmasında 5'i yönetici konumunda toplam 13 kişilik bir ekip çalışmıştır. Yönetici ekibin kısa özgeçmişleri aşağıda sunulmuştur:

Serkan Aslan (Ortak): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasaları ve Borsa Bölümü mezunudur. Şirket değerleme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmalarında *20 yıldan fazla deneyime sahip olan Serkan, PwC Değerleme ve Modelleme ekibine liderlik etmektedir. Serkan, Sermaye Piyasaları İleri Düzey 3 (SPL Sicil No: 770, Belge No: 200544) lisansına sahiptir.*

Engin İyikul (Direktör): 2009 yılında Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden mezun olmuştur ve aynı yıl PwC Danışmanlık Ekibi'ne katılmıştır. Engin PwC'de geçirdiği dönem boyunca değerleme ve finansal modelleme hizmetleri üzerine uzmanlaşmıştır. Engin, *PwC İngiltere değerleme ekibinde de 1 yıldan fazla çalışmış olup, değerleme ve finansal modelleme ile ilgili hizmetler alanında 10 yıldan fazla deneyime sahiptir.*

Eray Kumdereli (Direktör): İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği'nden 2009 yılında mezun olduktan sonra kariyerine denetim hizmetlerinde başlamıştır. Daha sonra PwC'ye katılmış ve burada lokal ve uluslararası projelerde finansal modelleme, finansal fizibilite ve değerleme (finansal raporlama ve vergisel amaçlı) alanlarında uzmanlaşmıştır. Değerleme ve Modelleme ekibinde Direktör olarak görev alan Eray özellikle *finansal modelleme projeleri ile birlikte 10 yıldan fazla deneyime sahiptir.*

Serra Türkkan (Kıdemli Müdür): British Columbia Üniversitesi İşletme bölümünden mezun olmuştur. 2012 yılında PwC Şirket Birleşme ve Satın Alma Desteği departmanında kariyerine başlamış, bu departmanda 2 yıl çalıştıktan sonra, PwC Değerleme Hizmetleri ekibine katılmıştır. *Serra'nın şirket satın alma ve birleşmeleri, şirket değerleme, finansal modelleme ve fizibilite hizmetleri özelinde 7 yıldan fazla tecrübesi bulunmaktadır.*

Ahsen Erten (Müdür): Bilkent Üniversitesi İşletme Bölümü'nden 2013 yılında mezun olduktan sonra kariyerine bir yatırım bankasında başlamıştır. 2015 yılında PwC Değerleme ve Modelleme departmanına katılarak finansal modelleme, finansal fizibilite ve değerleme (finansal raporlama ve vergisel amaçlı) alanlarında uzmanlaşmıştır. *Ahsen'in değerleme ve finansal modelleme hizmetleri alanında 5 yıldan fazla tecrübesi bulunmaktadır.*

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (8/9)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulunun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden:

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Değerleme ve Modelleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmasını talep eden Şişecam ile şirketimiz arasında hizmet sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Sayfa 6: Bağımsızlık) ve,
- Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,

Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"ın 3. maddesi çerçevesinde:

- Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

beyan ederiz.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (9/9)

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Birleşecek Şirketler'in birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin Uzman Kuruluş Raporu için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Birleşecek Şirketler ile, bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Birleşecek Şirketler'in yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminlerde iş planları baz alınmış olup, Birleşecek Şirketler'in yönetimleri ile tartışılarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarının adil ve makul olmasını sağlayabilmek için yönetimden alınan iş planları, geçmiş performans ve halka açık kaynaklarda sunulan beklentiler ile karşılaştırılmış ve gerekli görüldüğü takdirde düzeltilerek çalışmamızda yer almıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Genel (1/2)

COVID-19 Etkisi

Birleşecek Şirketler'in yönetimleri ile yapılan görüşmelerde Dünya Sağlık Örgütü ("WHO") tarafından global pandemi ilan edilen COVID-19 salgınının iş planlarında ve projeksiyonlar üzerindeki etkisi ele alınmıştır. Öncelikli olarak Birleşecek Şirketler'in mevcut durumda salgının etkilerine karşı hayata geçirdikleri üretim hattı durdurma, üretim tesislerinde çalışanların kısa çalışma programına geçirilmesi gibi önlemler hakkında bilgi alınmış ve bu önlemlerin iş planları üzerindeki etkileri, özellikle 2020 üzerinde durularak tüm projeksiyon dönemi için tartışılmıştır.

Yönetimlerin COVID-19 kaynaklı etkinin süresi ve boyutuyla ilgili öngörülerini Birleşecek Şirketler arasında farklılık göstermektedir. Öngöründe bulunulurken Birleşecek Şirketler'in faaliyet gösterdikleri iş kollarının birbirinden farklı dinamiklere sahip olması ve buna ek olarak faaliyet gösterdikleri ülkelerde COVID-19 salgını şiddetinin farklılık göstermesi dikkate alınmaktadır.

Birleşecek Şirketler'in yönetimlerinden edinilen bilgiye göre iş planlarında COVID-19 kaynaklı etki ele alınmıştır. Bu doğrultuda Birleşecek Şirketler, bağlı ortaklıklar ve iştirakleri için yönetimlerinden gelen revizyonlar değerlendirilmiştir.

İş planlarında yapılan değişikliklerin yanı sıra değerlendirilmesinde uygulanan makroekonomik varsayımlar ve iskonto oranları da COVID-19 kaynaklı gelişmeler dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Yapılan revizyonlar ve şirketlerin aldığı önlemlerle ilgili detaylı bilgiler raporun ilerleyen sayfalarında açıklanmıştır.

Raporlama tarihi itibarıyla COVID-19 salgınının projeksiyonlar üzerindeki etkisiyle ilgili bilginiz Birleşecek Şirketler'in yönetimlerinden sağlanan bilgilerle sınırlıdır. Mevcut durumda COVID-19 salgınının değerlemeye baz oluşturan iş planları ve temel varsayımlar üzerindeki olası etkilerini tam olarak öngörebilmek mümkün değildir. Bu nedenle salgın ile ilgili dünya genelinde yaşanabilecek yeni gelişmeler ve Birleşecek Şirketler'in alabileceği yeni kararlar sonrasında nakit akımlarında ve değerlendirilmesinde değişiklik olması muhtemeldir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Genel (2/2)

Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması

Avrupa Birliği (“AB”) tarafından 2019 Aralık ayında çerçevesi açıklanan Yeşil Mutabakat paketi, başta sınırda karbon düzenlemesi olmak üzere kömür kullanımının sona erdirilmesi, fosil yakıtların karbon içeriğinin azaltılması, AB ülkelerinde enerji vergilendirmesinin yeniden düzenlenmesi, enerjinin büyük oranda yenilenebilir kaynaklardan sağlanmasına kadar pek çok açıdan hedefler barındırmaktadır. Ayrıca AB Emisyon Ticaret Sistemi bağlamında karbon kotalarının 2021 sonrası dönem için sıkılaştırılması söz konusudur. Bu gelişmeler bağlamında enerji ve kaynak yoğun sektörler için önemli mali yükümlülükler doğma riski yüksektir.

Şişecam yönetiminden alınan bilgiye göre AB’nin Yeşil Mutabakat paketine ilişkin düzenlemeler 2020 itibarıyla paydaşların görüşüne açılmıştır. Bu plan çerçevesinde yukarıda bahsedilen “Sınırdaki Karbon Düzenleme Mekanizması”nın (“SKDM”) hayata geçirilmesi planlanmaktadır. Detayları net olmamakla birlikte ilgili düzenlemenin AB ülkelerine yapılan ihracatta ton başına ek bir karbon vergisi yükü getirmesi beklenmektedir. Şişecam yönetimi tarafından SKDM’nin uygulama kapsamıyla ilgili seçeneklerin henüz müzakere aşamasında olduğu iletilmiştir. Taslak mevzuatın tamamlanıp görüşe açılmasının 2020’nin 3. çeyreğinde olması beklenmektedir.

Bu mekanizmayla ilgili olarak Şişecam yönetimine göre en fazla öne çıkan “AB’nin Emisyon Ticaret Sisteminin ithalata da uygulanması” seçeneğidir. Bu kapsamda Birleşecek Şirketler’in ana faaliyet alanları olan Düzcem, Cam Ambalaj, Cam Ev Eşyası ve Kimyasallar iş kollarının üretim karbon yoğunluklarının ek karbon vergisi maliyeti getirmesi söz konusu olabilir.

SKDM ile ilgili yapılması beklenen mevzuat değişikliği; henüz paydaşlarla müzakere aşamasında olduğu ve rapor tarihi itibarıyla SKDM’nin finansal ve operasyonel etkilerinin sağlıklı bir biçimde tespit edilip iş planlarına yansıtılması mümkün olmadığı için değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır. ***Bu kapsamda ilerleyen dönemlerde mevzuatın kesinleşmesi sonrası somutlaşacak finansal ve operasyonel etkiler Birleşecek Şirketler’in nakit akımlarında ve hisse değerlerinde değişikliğe sebep olabilir.***

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (1/6)

Şirket Kısaltmaları

Raporda Birleşecek Şirketler ile bağlı ortaklık ve iştirakleri için şirket kısaltmaları kullanılmıştır. Birleşecek Şirketler'den **konsolide** düzeyde bahsedilirken "SISE", "TRKCM", "ANACM", "PASAB", "DENCM" ve "SODA" kısaltmaları kullanılmıştır. Birleşecek Şirketler'den **solo** düzeyde bahsedilirken ise Şişecam yönetiminin solo şirketlere atadığı **2 harfli kısa şirket kodları** kullanılmıştır. Aşağıdaki tablolarda Birleşecek Şirketler ile bağlı ortaklık ve iştirakleri için kullanılan kısaltmalar listelenmiştir.

SISE	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (Solo)	SC
Camış Madencilik A.Ş.	MD
Camış Egypt Mining	ME
Rudnik Krencjaka Vjenac D.O.O.	VM
Madencilik Sanayii ve Tic. A.Ş.	MT
Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	SG
Şişecam Dış Ticaret A.Ş.	DT
Şişecam Enerji A.Ş.	SE
Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş.	CV
Camış Ambalaj Sanayii A.Ş.	CA
Camış Elektrik Üretim A.Ş.	EU
SC Glass Trading B.V.	HG
Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY
Cam Elyaf Sanayii A.Ş.	CE

TRKCM	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Trakya Cam Sanayii A.Ş. (Solo)	TR
Şişecam Otomotiv A.Ş.	SO
Trakya Investment B.V.	HT
TRSG Glass Holding B.V.	TS
Sisecam Flat Glass Holding B.V.	HF
Trakya Glass Bulgaria EAD	TB
Sisecam Automotive Bulgaria EAD	BO
Glasscorp S.A.	GO
Trakya Glass Rus AO	RD
Automotive Glass Alliance Rus AO	RO
Trakya Glass Rus Trading OOO	RT
Automotive Glass Alliance Rus Trading OOO	RA
Sisecam Flat Glass Italy S.R.L.	SI
Richard Fritz Holding GmbH	FO
Richard Fritz Prototype + Spare Parts GmbH	FP
Richard Fritz Spol, S.R.O.	FS
Richard Fritz Kft	FK
Sisecam Flat Glass India Private Limited	HD
Sisecam Flat Glass South Italy S.R.L.	FI
Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY
Saint Gobain Glass Egypt S.A.E.	EF
Camış Elektrik Üretim A.Ş.	EU

ANACM	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Anadolu Cam Sanayii A.Ş. (Solo)	AC
OOO Ruscam Glass Packaging Holding	RH
OOO Energosystems	RS
OOO Ruscam Management Company	RM
JSC Mina	MN
CJSC Brewery Pivdenna	UK
Merefa Glass Company Ltd.	UM
Anadolu Cam Investment B.V.	AI
Sisecam Glass Packaging B.V.	BS
AC Glass Holding B.V.	AG

Kaynak: Şişecam Yönetimi

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (2/6)

Şirket Kısaltmaları (Devamı)

Raporda Birleşecek Şirketler ile bağlı ortaklık ve iştirakleri için şirket kısaltmaları kullanılmıştır. Birleşecek Şirketler'den **konsolide** düzeyde bahsedilirken "SISE", "TRKCM", "ANACM", "PASAB", "DENCM" ve "SODA" kısaltmaları kullanılmıştır. Birleşecek Şirketler'den **solo** düzeyde bahsedilirken ise Şişecam yönetiminin solo şirketlere atadığı **2 harfli kısa şirket kodları** kullanılmıştır. Aşağıdaki tablolarda Birleşecek Şirketler ile bağlı ortaklık ve iştirakleri için kullanılan kısaltmalar listelenmiştir.

PASAB	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Paşabahçe Cam Sanayii ve Tic. A.Ş. (Solo)	PB
Paşabahçe Bulgaria EAD	BP
OOO Posuda	PR
Denizli Cam Sanayii ve Tic. A.Ş.	DC
Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E.	EG
Paşabahçe Mağazaları A.Ş.	PS
Paşabahçe Srl	PI
Paşabahçe (Shangai) Trading Co. Ltd.	PT
Paşabahçe Spain SL	SP
Paşabahçe Glass GmbH	PG
Paşabahçe USA Inc.	PA
Paşabahçe Investment B.V.	PH
Istanbul Investment B.V.	II
Nude Design Investment B.V.	ND
Nude Glass Investment B.V.	NG

DENCM	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Denizli Cam Sanayii ve Tic. A.Ş.	DC

SODA	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Soda Sanayii A.Ş. (Solo)	SS
Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş.	ES
Oxyvit Kimya Sanayii Ve Tic. A.Ş.	OX
Sisecam Chem Investment B.V.	HC
Sisecam Bulgaria EOOD	BL
Sisecam Soda Lukavac D.O.O.	SL
Cromital S.p.A	CO
Sisecam Trading Co.	ST
Sisecam Chemicals USA Plc.	UC
Pacific Soda LLC	UP
Solvay Sisecam Holding AG	SH

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (3/6)

Geçmiş Dönem Mali Tablolarında Yapılan Düzeltilmeler

Birleşecek Şirketler'in değerleme çalışmasında kullanılan 2017-2019 arası geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve finansal veriler gerekli görülen yerlerde düzeltmelere tabi tutulduktan sonra değerleme çalışmalarında dikkate alınmıştır. Bu kapsamda geçmiş dönem mali tablolarında düzeltmeler 3 ana başlık altında yapılmıştır.

• FAVÖK Düzeltmeleri:

Esas Faaliyet karı/zararı (FVÖK);

"Brüt Kar" + "Faaliyet Giderleri" + "Esas Faaliyetlerden Gelirler/Giderler" olarak tanımlanmıştır.

Raporlanan FAVÖK;

"FVÖK" + "Amortisman Gideri (+)" olarak tanımlanmıştır.

Birleşecek Şirketler'in ve bağlı ortaklıklarıyla iştiraklerinin gelir tablolarında esas faaliyet karının bir parçası olarak "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler" altında sınıflanan öğeler arasından, operasyonel olmayan/finansal nitelikli gelirler/giderler ayrıştırılmıştır. Buna ek olarak operasyonel olan fakat tek seferlik oluşan ve projeksiyon döneminde devam etmeyecek gelirler/giderler değerleme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

		Raporlanan Düzeltilmiş		Fark	Farkların Ana Nedenleri
m TL		FAVÖK	FAVÖK		
SISE	Konsolide	4.206	4.107	(99)	Gelir/Gider Düzeltmeleri ve Konsolidasyon Eliminasyonları
TRKCM	Konsolide	1.304	1.299	(5)	Gelir/Gider Düzeltmeleri
ANACM	Konsolide	1.129	1.118	(11)	Gelir/Gider Düzeltmeleri
PASAB	Konsolide	427	373	(55)	Gelir/Gider Düzeltmeleri ve TFRS 16 Düzeltmesi
DENCM	Solo	7	7	0	-
SODA	Konsolide	1.073	1.071	(2)	Gelir/Gider Düzeltmeleri

- **İşletme Sermayesi Düzeltmeleri:** Birleşecek Şirketler'in geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve raporlanan işletme sermayesi kalemleri içinde sınıflanmış, direkt olarak faaliyetlerle ilişkisi olmayan bakiyeler net borçluluk hesaplamasına sınıflanarak düzeltilmiştir. Böylece Birleşecek Şirketler'in projeksiyonları hazırlanırken geçmişte gerçekleşmiş normalize işletme sermayesi yapısı baz alınarak tahminler gerçekleştirilmiştir.
- **Net Borçluluk Düzeltmeleri:** Esas olarak işletme sermayesi varlıkları ve yükümlülükleri içinden net borçluluk hesaplamasına sınıflanmış bakiyeleri ifade etmektedir. Bu bakiyeler Birleşecek Şirketler'in toplam hisse değerlerine ulaşılırken net nakit/borç tutarı içinde dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (4/6)

Vergi Varlıkları

- Gelir Yaklaşımı kapsamında Birleşecek Şirketler, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri için yapılmış değerleme çalışmalarında şirketlerin değerleme tarihi itibarıyla hak kazanmış oldukları ve değerleme çalışması nezdinde "vergi varlığı" olarak nitelendirilebilecek faydaların üç ana başlık altında toplanabildiği anlaşılmaktadır:
- Kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararları
 - 2012/3305 nolu Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Karar kapsamında yapılan yatırımlardan kaynaklanan kurumlar vergisi indirimi teşviki
 - 5746 sayılı Ar-Ge ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun kapsamında SC'nin kendi bünyesindeki AR-GE merkezi faaliyetlerine ilişkin faydalanabildiği AR-GE indirimi teşvikleri

Şirketler için yapılan değerleme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair yönetimin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Projeksiyon çalışması kapsamında şirketlerin FVÖK seviyesinden vergi öncesi kar seviyesine kadar olan tahminleri yönetimlerden elde edilen bilgiler çerçevesinde ve yıllar itibarıyla oluşan vergi matrahı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Hesaplanan tutarlar özsermaye maliyeti ile iskonto edilerek çalışmamızda yer almıştır. Söz konusu çalışma yapılırken şirketlerin faaliyette bulundukları Türkiye dışındaki ülkelerdeki yerel vergi mevzuatları da ilgili şirket yönetimlerinin verdiği bilgiler dahilinde dikkate alınmıştır. Vergi varlığına yol açan teşviklerin miktar ve içeriğine ilişkin bilgiler Birleşecek Şirketler'in ilgili bölümlerinde paylaşılmaktadır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (5/6)

Temettü Ödemeleri

Birleşecek Şirketler'in rapor tarihi itibarıyla genel kurullarında alınmış olan temettü dağıtım kararları çalışma kapsamında toplam hisse değeri hesaplamasında dikkate alınmıştır. İlgili şirketlerin KAP'a yapmış oldukları duyurular doğrultusunda temettü ödemelerinin 02.06.2020 tarihinde yapılacağı anlaşılmaktadır. *Bu doğrultuda Birleşecek Şirketler'in temettü ödemelerinin ve temettü gelirlerinin net etkisi hisse değeri düzeltmesi olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.*

Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Değerlemesi

Birleşecek Şirketler'in yatırım amaçlı olarak sınıflandırılan gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değeri her yıl için, SPK tarafından yetkilendirilmiş bağımsız değerleme firmaları tarafından tahmin edilmektedir. Çalışma kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkuller için "Harmoni Gayrimenkul ve Danışmanlık A.Ş." tarafından hesaplanan 31 Aralık 2019 itibarıyla gerçeğe uygun değerler dikkate alınmıştır ve bu değerlerin 31 Aralık 2019 tarihindeki piyasa değerini yansıttığı kabul edilmiştir. *Yatırım amaçlı gayrimenkuller için yapılmış değerleme çalışmalarının doğruluğu PwC tarafından incelenmemiştir. Bu nedenle ilgili çalışmalarda yapılan tespitlere dair PwC sorumluluk kabul etmemektedir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin detayları raporun "Ekler" bölümünde sunulmuştur.*

İskonto Oranı

Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA hesaplamasında kullanılan iskonto oranı olarak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") baz alınmıştır. AOSM her şirket için özel olarak ve ilgili değerleme çalışması para biriminde tahmin edilmiştir.

AOSM'nin önemli bir ögesi olan 'Risksiz Faiz Oranı (RFO)' hesaplaması 'dolaylı' yöntemle gerçekleştirilmiştir. RFO hesaplaması baz getiri oranı olarak ABD 30 yıllık hazine tahvilinin getiri oranını dikkate almaktadır. Şirketlerin faaliyet gösterdikleri coğrafyalara göre hesaplanmış 'ülke risk primi' ve değerleme para birimi ile \$ enflasyonu arasındaki fark beklentisi dolaylı yöntemle tahmin edilmiş RFO'nun diğer önemli parçalarını teşkil etmektedir. Özellikle enflasyon tahminlerinin yıllar itibarıyla değişiyor olması sebebiyle RFO ve dolayısıyla tahmin edilmiş AOSM oranları da iş planı dönemi boyunca değişiklik gösterebilmektedir.

Rapor'un ekler kısmında RFO hesaplama metoduna dair daha detaylı bilgi paylaşılmaktadır.

Holding Şirketleri / Faal Olmayan Şirketler

Birleşecek Şirketler altında yer alan şirketler arasında holding şirketleri ve faal durumda olmayan şirketler mevcuttur. *Gelir Yaklaşımı kapsamında bu şirketler için İNA yöntemi uygun olmadığı için hisse değerleri hesaplanırken Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır.*

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (6/6)

Makroekonomik Varsayımlar

Çalışmada dikkate alınan makroekonomik varsayımlar **enflasyon oranları** ve **döviz kurları** olmak üzere 2 ana başlıkta gruplanmıştır.

Projeksiyon dönemi olan 2020-2025 arası için ülkeler bazında enflasyon beklentileri, *IMF'nin Nisan 2020 tarihli ve rapor tarihi itibarıyla en güncel küresel ekonomik görünüm veri tabanından alınmıştır. Özellikle Türkiye ve diğer ülkelerin enflasyon tahminlerinde IMF'nin 2020 ve 2021 yıllarına ilişkin açıkladığı veriler kullanılmıştır. 2022-25 yılları arası tahminleri ise geçmiş veriler ve halka açık piyasa tahminleri baz alınarak oluşturulmuştur.*

Projeksiyon dönemi için döviz kurları tahmin edilirken "Fisher Yöntemi" uygulanmış ve dönem sonu döviz kurlarındaki değişimin iki para biriminin yıl sonu enflasyon oranı beklentileri arasındaki fark kadar değişeceği varsayılmıştır. Enflasyon beklentileriyle benzer şekilde, 2020'de sert dalgalanmalar gösteren pariteler için Fisher Yöntemi'ne istisna olarak ilk 3 ay gerçekleşmeler ve Nisan ayı verileri incelenerek sene sonu ve yıllık ortalama pariteler tahmin edilmiştir. Bu kapsamda USD, EUR, RUB, CNY, GEL ve INR para birimlerinin TL karşısındaki değerlerinin tahmin edilmesi aşamasında yukarıda bahsedilen yaklaşım uygulanmıştır. 2021-2025 arası içinse döviz kurlarının değişiminde Fisher Yöntemi ile uyumlu olarak enflasyon oranları arasındaki fark dikkate alınmıştır.

Makroekonomik varsayımların detaylı bilgisi raporun "Ekler" bölümünde sunulmuştur.

Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar

31.12.2019 itibarıyla Birleşecek Şirketler'in mali tablolarında özkaynak yöntemiyle değerlendirilen iştirakleri faaliyetlerine ve gelecekte nakit yaratma potansiyellerine göre incelenmiş ve bu parametreler göz önüne alınarak İNA yöntemi ya da Net Varlık Yaklaşımı uygulanarak Birleşecek Şirketler'in toplam hisse değerine dahil edilmiştir.

SISE	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Saint Gobain Glass Egypt S.A.E	EF
Rudnik Krecnjaka Vjenac D.O.O.	VM
Pacific Soda LLC	UP
Solvay Şişecam Holding AG	SH

TRKCM	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Saint Gobain Glass Egypt S.A.E	EF
Camış Elektrik Üretim A.Ş.*	EU
Çayirova Cam Sanayii A.Ş.*	CY

ANACM	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Camış Elektrik Üretim A.Ş.*	EU

SODA	
Şirket Adı	Şirket Kodu
Pacific Soda LLC	UP
Solvay Şişecam Holding AG	SH

Kaynak: Şişecam Yönetimi

(*) SISE düzeyinde %100 konsolide olan şirketler

Çalışma Özeti

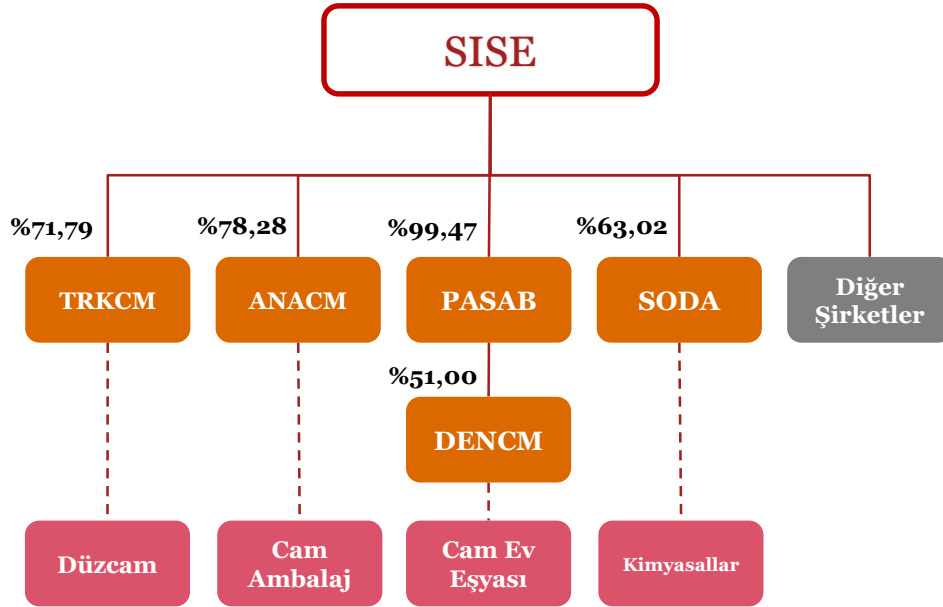
Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı, TRKCM, ANACM, PASAB, DENCM ve SODA'nın, SISE çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasına yönelik **Uzman Kuruluş Raporu**'nu hazırlamaktır.

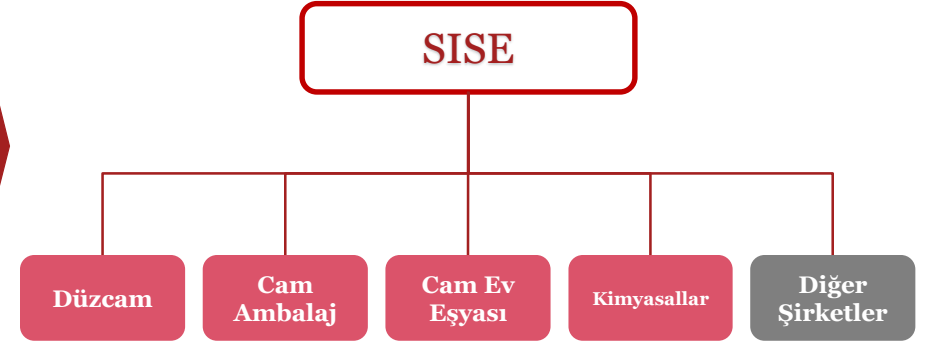
SISE Ortaklık Yapısı	Pay
Türkiye İş Bankası	%69,05
Efes Holding A.Ş.	%8,23
Diğer (Halka Açık)	%22,72

SISE Ortaklık Yapısı (*)	Pay
Türkiye İş Bankası	%?
Efes Holding A.Ş.	%?
Diğer (Halka Açık)	%?

Mevcut Ortaklık Yapısı



Birleşme Sonrası Yapı



Devralan Şirket

Devrolan Şirket

İş Kolları

Kaynak: Şişecam Yönetimi

(*) Birleşme sonrası oluşacak ortaklık yapısı sayfa 29'da detaylı olarak sunulmuştur.

Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

Rapor tarihi itibarıyla Birleşecek Şirketler'in en güncel mevcut ortaklık yapıları, birleşme ve değişim oranları hesaplamalarında kullanılmıştır. **Devralan şirketin (SISE) payları dışındaki bütün paylar birleşmede dikkate alınacaktır.**

	Devralan		Devrolan		Devrolan		Devrolan		Devrolan		Devrolan	
	SISE		TRKCM		ANACM		PASAB		DENCM		SODA	
m TL	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran
Türkiye İş Bankası AŞ	1.554	%69,05										
Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları AŞ			897	%71,79	587	%78,28	223	%99,47			630	%63,02
Paşabahçe Cam San ve Tic AŞ									8	%51,00		
Efes Holding AŞ	185	%8,23										
Diğer (Halka Açık Kısım)	511	%22,72	353	%28,21	163	%21,72			7	%49,00	370	%36,98
İslam Kalkınma Bankası							1	%0,53				
Toplam	2.250	%100,00	1.250	%100,00	750	%100,00	224	%100,00	15	%100,00	1.000	%100,00
Birleşmeye Konu Olan Paylar	2.250	%100,00	353	%28,21	163	%21,72	1	%0,53	7	%49,00	370	%36,98
SISE'nin Hisse Payları	-	-	897	%71,79	587	%78,28	223	%99,47	8	%51,00	630	%63,02

Birleşme Oranı

Birleşecek Şirketler'in hisse değerleri, 4 değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. İlgili hisse değerlerinin, birleşmeye konu olan paylara denk düşen kısmı baz alınarak değerlendirme yöntemlerine göre birleşme oranları hesaplanmıştır.

Hisse Değerleri (m TL)	Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	Borsa Değeri
SISE	21.009	22.006	14.480	11.461
TRKCM	8.178	7.764	6.275	3.794
ANACM	6.850	8.245	2.684	2.382
PASAB	405	1.175	2.193	252
DENCM	11	23	65	83
SODA	12.074	11.158	5.497	6.294

Birleşme Oranı (m TL)	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Hisse Değeri	Birleşme Oranı
SISE (*)	21.009	%71,92	22.006	%73,23	14.480	%76,58	11.461	%74,44
TRKCM	2.307	%7,90	2.190	%7,29	1.770	%9,36	1.070	%6,95
ANACM (*)	1.422	%4,87	1.712	%5,70	583	%3,08	495	%3,21
PASAB	2	%0,01	6	%0,02	12	%0,06	1	%0,01
DENCM	5	%0,02	11	%0,04	32	%0,17	41	%0,26
SODA	4.466	%15,29	4.127	%13,73	2.033	%10,75	2.328	%15,12
Toplam	29.212	%100,00	30.052	%100,00	18.910	%100,00	15.396	%100,00

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Örnek Hesaplama (*)

m TL	Gelir Yaklaşımı	Birleşmeye Konu Olan Paylar	Birleşmeye Girecek Hisse Değeri
SISE	21.009	%100,00	21.009
TRKCM	8.178	%28,21	2.307
ANACM	6.850	%21,72	1.488
ANACM B Grubu Hisse Düzeltmesi			(65)
PASAB	405	%0,53	2
DENCM	11	%49,00	5
SODA	12.074	%36,98	4.466
Toplam			29.212

(*) SISE'nin ANACM'de sahip olduğu B grubu hisselerin imtiyazlı olması nedeniyle ANACM'nin toplam hisse değeri içinde SISE'nin payı, kendi sahiplik oranından daha yüksektir. Bunun sebebi SISE'nin sahip olduğu imtiyazlı B grubu hisseler ile A grubu hisseler arasındaki değer farkıdır. Bu değer farkı, imtiyazlı B grubu hisselerin A grubu hisselerine göre daha yüksek temettü alma hakkından kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, SISE'nin ANACM'deki payına ait hisse değeri ile SISE dışındaki ANACM hissedarlarına ait hisse değeri arasında bir geçişme mevcuttur. Bu düzeltme tutarı her değerlendirme yönteminde farklılık arz etmektedir. Detaylı açıklama raporun ANACM bölümünde sunulmuştur.

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Değerleme çalışmasında 4 yöntem kullanılmıştır. Seçilen Yöntem belirlenirken Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Değeri'ne sırasıyla %30, %30, %20 ve %20 ağırlık verilmiştir.

Değerleme Yöntemleri	Verilen Ağırlık	Yöntemin Seçilme Gerekçesi
Gelir Yaklaşımı 	%30	Birleşecek Şirketler'in nakit yaratma potansiyellerine ilişkin beklentileri daha iyi yansıtır olması, aynı zamanda COVID-19 etkilerini dikkate alması ve ayrıca devreye girecek yeni yatırım projelerini içermesi sebebi ile Gelir Yaklaşımı'na %30 ağırlık verilmiştir.
Piyasa Yaklaşımı 	%30	Birleşecek Şirketler ile operasyonel ve finansal olarak benzer yapıda ve doğrudan rakip konumunda olan birçok şirket halka açıktır. Bu şirketlerin çarpanları anlamlı bir sektör çarpanı olarak değerlendirilerek Piyasa Yaklaşımı'na da Gelir Yaklaşımı'ndaki gibi %30 ağırlık verilmiştir.
Net Varlık Yaklaşımı 	%20	Birleşecek Şirketler'in sermaye yoğun faaliyetler yürütmesi nedeniyle Net Varlık Yaklaşımı yönteminin dikkate alınması gerekmektedir. Öte yandan, sermaye yatırımlarının getirisinin gelecekte oluşması sebebiyle Net Varlık Yaklaşımı'na %20 ağırlık verilmiştir.
Borsa Değeri 	%20	Birleşecek Şirketler'in PASAB hariç halka açık olması, BIST-30/50 endeksleri içerisinde yer almalarını, likidite-işlem hacimlerini ve yatırımcı profillerini de dikkate aldığımızda 12 aylık ortalama piyasa değerlerine göre hesaplanan Borsa Değeri'nin birleşmede kullanılmasına karar verilmiştir. Öte yandan, geçmiş fiyat performanslarının güncel gelişmeleri içermemesinden dolayı Borsa Değeri'ne %20 ağırlık verilmiştir.

Kaynak: PwC Analizi

Seçilen Yönteme Göre Hisse Değeri ve Pay Başına Değer

Seçilen Yöntemin uygulanmasıyla tahmin edilen ilgili hisse değerleri birleşme oranı hesaplamasında baz alınmıştır.

	Gelir Yaklaşımı		Piyasa Yaklaşımı		Net Varlık Yaklaşımı		Borsa Değeri		Seçilen Yöntem	
	Hisse Değeri (m TL)	Pay Başına Değer (TL)	Hisse Değeri (m TL)	Pay Başına Değer (TL)	Hisse Değeri (m TL)	Pay Başına Değer (TL)	Hisse Değeri (m TL)	Pay Başına Değer (TL)	Hisse Değeri (m TL)	Pay Başına Değer (TL)
SISE	21.009	9,33751	22.006	9,78041	14.480	6,43565	11.461	5,09380	18.093	8,04127
TRKCM	2.307	6,54277	2.190	6,21118	1.770	5,01975	1.070	3,03493	1.917	5,43712
ANACM	1.422	8,73204	1.712	10,50998	583	3,57842	495	3,03639	1.156	7,09557
PASAB	2	1,80565	6	5,24322	12	9,78320	1	1,12303	5	4,29591
DENCM	5	0,72130	11	1,54789	32	4,35695	41	5,54325	20	2,66080
SODA	4.466	12,07401	4.127	11,15761	2.033	5,49686	2.328	6,29389	3.450	9,32764
Toplam	29.212		30.052		18.910		15.396		24.640	

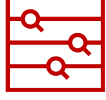
Birleşme Oranları

SISE	%71,92092	%73,22565	%76,57553	%74,44340	%73,42795
TRKCM	%7,89788	%7,28795	%9,36061	%6,95117	%7,78092
ANACM	%4,86896	%5,69645	%3,08237	%3,21246	%4,69051
PASAB	%0,00729	%0,02058	%0,06101	%0,00860	%0,02056
DENCM	%0,01815	%0,03786	%0,16935	%0,26464	%0,07937
SODA	%15,28680	%13,73152	%10,75112	%15,11973	%14,00070
Toplam	%100,00000	%100,00000	%100,00000	%100,00000	%100,00000

Kaynak: PwC Analizi

Seçilen Yönteme Göre Birleşme Oranı ve Sermaye

SISE, TRKCM, ANACM, PASAB, DENCM ve SODA için Seçilen Yöntem'in uygulanmasıyla oluşan birleşme oranının **adil ve makul** olduğu görüşündeyiz.

Değerleme Yöntemleri	Verilen Ağırlık	Birleşme Oranı	Ulaşılabilecek Sermaye	Sermaye Artırımı
Gelir Yaklaşımı 	%30	%71,92092	3.128,436 m TL	878,436 m TL
Piyasa Yaklaşımı 	%30	%73,22565	3.072,694 m TL	822,694 m TL
Net Varlık Yaklaşımı 	%20	%76,57553	2.938,275 m TL	688,275 m TL
Borsa Değeri 	%20	%74,44340	3.022,430 m TL	772,430 m TL
Seçilen Yöntem	%100	%73,42795	3.064,228 m TL	814,228 m TL

Kaynak: PwC Analizi

Değişim Oranları

Devrolan şirketlerin birleşmeye konu olan hisseleri ile, devralan şirket olan SISE hisseleri arasındaki değişim oranı, **adil ve makul** birleşme oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

m TL	Gelir Yaklaşımı		Piyasa Yaklaşımı		Net Varlık Yaklaşımı		Borsa Değeri		Seçilen Yöntem	
	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran
SISE	2.250	1,00000	2.250	1,00000	2.250	1,00000	2.250	1,00000	2.250	1,00000
TRKCM	247	0,70070	224	0,63506	275	0,77999	210	0,59581	238	0,67615
ANACM	152	0,93516	175	1,07459	91	0,55603	97	0,59609	144	0,88239
PASAB	0	0,19338	1	0,53609	2	1,52016	0	0,22047	1	0,53423
DENCM	1	0,07725	1	0,15826	5	0,67700	8	1,08823	2	0,33089
SODA	478	1,29307	422	1,14081	316	0,85413	457	1,23560	429	1,15997
Toplam	3.128		3.073		2.938		3.022		3.064	

Kaynak: PwC Analizi

- **SISE**'nin birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 SISE hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **1,00000** SISE hissesi alacaktır.
- **TRKCM**'nin birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 TRKCM hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **0,67615** SISE hissesi alacaktır.
- **ANACM**'nin birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 ANACM hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **0,88239** SISE hissesi alacaktır.
- **PASAB**'in birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 PASAB hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **0,53423** SISE hissesi alacaktır.
- **DENCM**'in birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 DENCM hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **0,33089** SISE hissesi alacaktır.
- **SODA**'nın birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 SODA hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **1,15997** SISE hissesi alacaktır.

Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

Birleşme işlemi kapsamında seçilen yöntem baz alınarak gerçekleştirilecek hisse değişimi ve ulaşılabilecek sermaye tutarı sonrasında, SISE'nin birleşme sonrası ortaklık yapısı aşağıda sunulmuştur.

m TL	Gelir Yaklaşımı		Piyasa Yaklaşımı		Net Varlık Yaklaşımı		Borsa Değeri		Seçilen Yöntem	
	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran
Türkiye İş Bankası AŞ	1.554	%49,66223	1.554	%50,56317	1.554	%52,87630	1.554	%51,40404	1.554	%50,70285
Diğer (Halka Açık Kısım)	1.389	%44,41398	1.333	%43,39242	1.198	%40,76328	1.283	%42,46335	1.325	%43,23611
Efes Holding AŞ	185	%5,91650	185	%6,02383	185	%6,29941	185	%6,12401	185	%6,04047
İslam Kalkınma Bankası	0	%0,00729	1	%0,02058	2	%0,06101	0	%0,00860	1	%0,02056
Toplam	3.128	%100,00000	3.073	%100,00000	2.938	%100,00000	3.022	%100,00000	3.064	%100,00000

Kaynak: PwC Analizi

Seçilen Yönteme Göre Birleşme ve Değişim Oranı TRKCM

TRKCM'nin birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 TRKCM hissesi** karşılığında, **birleşme sonrası 0,67615 SISE hissesi** alacaktır.

m TL	Birleşme Durumu	Ödenmiş Sermaye (*)	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Değişim Oranı
SISE	Devralan	2.250 A1	18.093 A2	%73,42795	1,00000
TRKCM	Devrolan	353 B1	1.917 B2	%7,78092	0,67615
ANACM	Devrolan	163 C1	1.156 C2	%4,69051	0,88239
PASAB	Devrolan	1 D1	5 D2	%0,02056	0,53423
DENCM	Devrolan	7 E1	20 E2	%0,07937	0,33089
SODA	Devrolan	370 F1	3.450 F2	%14,00070	1,15997
Toplam			24.640	%100,00000	

	Formül	Hesaplama (m TL)
Birleşme Oranı (G)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabacak Sermaye (H)	$\frac{A1}{G}$	$\frac{2.250}{\%73,4} = 3.064$
Artırılacak Sermaye (J)	$H - A1$	$3.064 - 2.250 = 814$
Birleşme Oranı (TRKCM)	$\frac{B2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{1.917}{24.640} = \%7,78092$
Değişim Oranı (TRKCM)	$\frac{H * \text{Birleşme Oranı (TRKCM)}}{B1}$	$\frac{3.064 * \%7,78}{353} = 0,67615$

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

Seçilen Yönteme Göre Birleşme ve Değişim Oranı ANACM

ANACM'nin birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 ANACM hissesi** karşılığında, **birleşme sonrası 0,88239 SISE hissesi** alacaktır.

m TL	Birleşme Durumu	Ödenmiş Sermaye (*)	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Değişim Oranı
SISE	Devralan	2.250 A1	18.093 A2	%73,42795	1,00000
TRKCM	Devrolan	353 B1	1.917 B2	%7,78092	0,67615
ANACM	Devrolan	163 C1	1.156 C2	%4,69051	0,88239
PASAB	Devrolan	1 D1	5 D2	%0,02056	0,53423
DENCM	Devrolan	7 E1	20 E2	%0,07937	0,33089
SODA	Devrolan	370 F1	3.450 F2	%14,00070	1,15997
Toplam			24.640	%100,00000	

	Formül	Hesaplama (m TL)
Birleşme Oranı (G)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabacak Sermaye (H)	$\frac{A1}{G}$	$\frac{2.250}{\%73,4} = 3.064$
Artırılacak Sermaye (J)	$H - A1$	$3.064 - 2.250 = 814$
Birleşme Oranı (ANACM)	$\frac{C2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{1.156}{24.640} = \%4,69051$
Değişim Oranı (ANACM)	$\frac{H * \text{Birleşme Oranı (ANACM)}}{C1}$	$\frac{3.064 * \%4,69}{163} = 0,88239$

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

Seçilen Yönteme Göre Birleşme ve Değişim Oranı PASAB

PASAB'ın birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 PASAB hissesi** karşılığında, **birleşme sonrası 0,53423 SISE hissesi** alacaktır.

m TL	Birleşme Durumu	Ödenmiş Sermaye (*)	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Değişim Oranı
SISE	Devralan	2.250 A1	18.093 A2	%73,42795	1,00000
TRKCM	Devrolan	353 B1	1.917 B2	%7,78092	0,67615
ANACM	Devrolan	163 C1	1.156 C2	%4,69051	0,88239
PASAB	Devrolan	1 D1	5 D2	%0,02056	0,53423
DENCM	Devrolan	7 E1	20 E2	%0,07937	0,33089
SODA	Devrolan	370 F1	3.450 F2	%14,00070	1,15997
Toplam			24.640	%100,00000	

	Formül	Hesaplama (m TL)
Birleşme Oranı (G)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabacak Sermaye (H)	$\frac{A1}{G}$	$\frac{2.250}{\%73,4} = 3.064$
Artırılacak Sermaye (J)	$H - A1$	$3.064 - 2.250 = 814$
Birleşme Oranı (PASAB)	$\frac{D2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{5}{24.640} = \%0,02056$
Değişim Oranı (PASAB)	$\frac{H * \text{Birleşme Oranı (PASAB)}}{D1}$	$\frac{3.064 * \%0,02}{1} = 0,53423$

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

Seçilen Yönteme Göre Birleşme ve Değişim Oranı DENCM

DENCM'in birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 DENCM hissesi** karşılığında, **birleşme sonrası 0,33089 SISE hissesi** alacaktır.

m TL	Birleşme Durumu	Ödenmiş Sermaye (*)	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Değişim Oranı
SISE	Devralan	2.250 A1	18.093 A2	%73,42795	1,00000
TRKCM	Devrolan	353 B1	1.917 B2	%7,78092	0,67615
ANACM	Devrolan	163 C1	1.156 C2	%4,69051	0,88239
PASAB	Devrolan	1 D1	5 D2	%0,02056	0,53423
DENCM	Devrolan	7 E1	20 E2	%0,07937	0,33089
SODA	Devrolan	370 F1	3.450 F2	%14,00070	1,15997
Toplam			24.640	%100,00000	

	Formül	Hesaplama (m TL)
Birleşme Oranı (G)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabacak Sermaye (H)	$\frac{A1}{G}$	$\frac{2.250}{\%73,4} = 3.064$
Artırılacak Sermaye (J)	$H - A1$	$3.064 - 2.250 = 814$
Birleşme Oranı (DENCM)	$\frac{E2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{20}{24.640} = \%0,07937$
Değişim Oranı (DENCM)	$\frac{H * \text{Birleşme Oranı (DENCM)}}{E1}$	$\frac{3.064 * \%0,08}{7} = 0,33089$

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

Seçilen Yönteme Göre Birleşme ve Değişim Oranı SODA

SODA'nın birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 SODA hissesi** karşılığında, **birleşme sonrası 1,15997 SISE hissesi** alacaktır.

m TL	Birleşme Durumu	Ödenmiş Sermaye (*)	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Değişim Oranı
SISE	Devralan	2.250 A1	18.093 A2	%73,42795	1,00000
TRKCM	Devrolan	353 B1	1.917 B2	%7,78092	0,67615
ANACM	Devrolan	163 C1	1.156 C2	%4,69051	0,88239
PASAB	Devrolan	1 D1	5 D2	%0,02056	0,53423
DENCM	Devrolan	7 E1	20 E2	%0,07937	0,33089
SODA	Devrolan	370 F1	3.450 F2	%14,00070	1,15997
Toplam			24.640	%100,00000	

	Formül	Hesaplama (m TL)
Birleşme Oranı (G)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabacak Sermaye (H)	$\frac{A1}{G}$	$\frac{2.250}{\%73,4} = 3.064$
Artırılacak Sermaye (J)	$H - A1$	$3.064 - 2.250 = 814$
Birleşme Oranı (SODA)	$\frac{F2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{3.450}{24.640} = \%14,00070$
Değişim Oranı (SODA)	$\frac{H * \text{Birleşme Oranı (SODA)}}{F1}$	$\frac{3.064 * \%14,00}{370} = 1,15997$

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

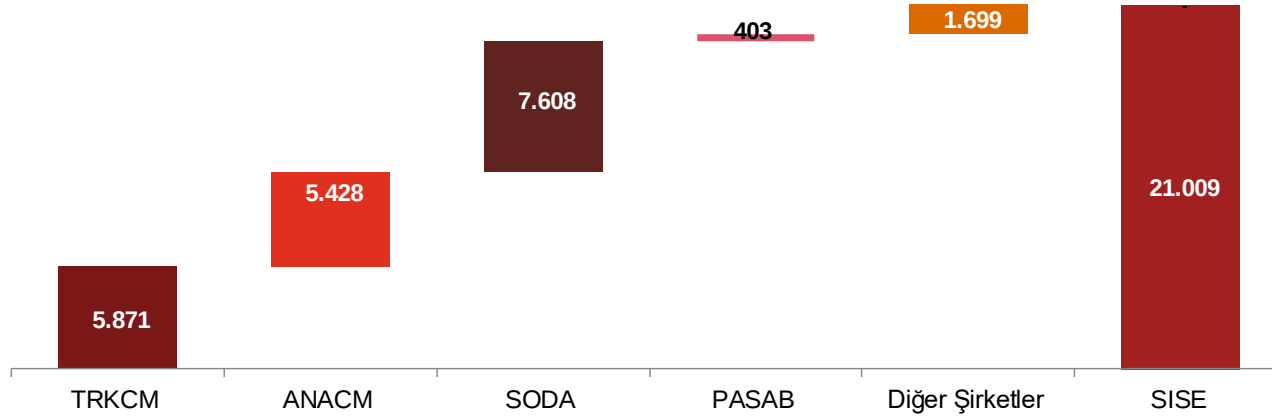
(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

SISE

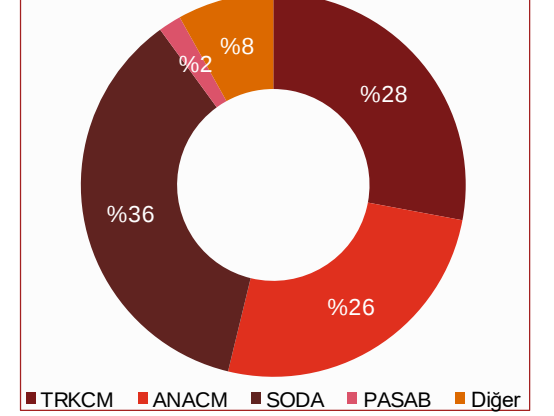
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **21,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												
m TL	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME	CE,CY, HG*	Toplam
Şirket Değeri	9.202	8.736	8.190	1.705	565	433	141	43	70	51	22	15	14	9	3	-	29.198
Net Nakit/(Borç)					(807)	107	(4)	42	1	16	26	2	6	-	1	-	(610)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					302	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	302
Vergi Varlığı					43	14	-	-	-	4	2	-	-	-	-	-	62
Temettü Ödemesi (-)					(320)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-	-	(323)
Temettü Geliri (+)					386	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	386
Hisse Değeri	8.178	6.850	12.074	405	170	553	137	85	71	71	50	17	17	9	4	864	29.556
Efektif Hisse Oranı	%71,79	%78,28	%63,02	%99,47	%100,0	%100,0	%100,0	%39,48	%100,0	%100,0	%90,00	%100,0	%100,0	%50,00	%99,70	-	-
ANACM B Grubu Payları Değer Farkı**	-	65	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65
Hisse Değeri - SISE	5.871	5.428	7.608	403	170	553	137	34	71	71	45	17	17	5	4	576	21.009

*CE, CY ve HG'nin değeri Net Varlık Yaklaşımı'na göre tahmin edilmiştir

**Hesaplamaların detayları için lütfen 153, 154 ve 155. sayılarda yer alan ANACM hisse grupları arasındaki değer farkı hesaplamasını inceleyiniz.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

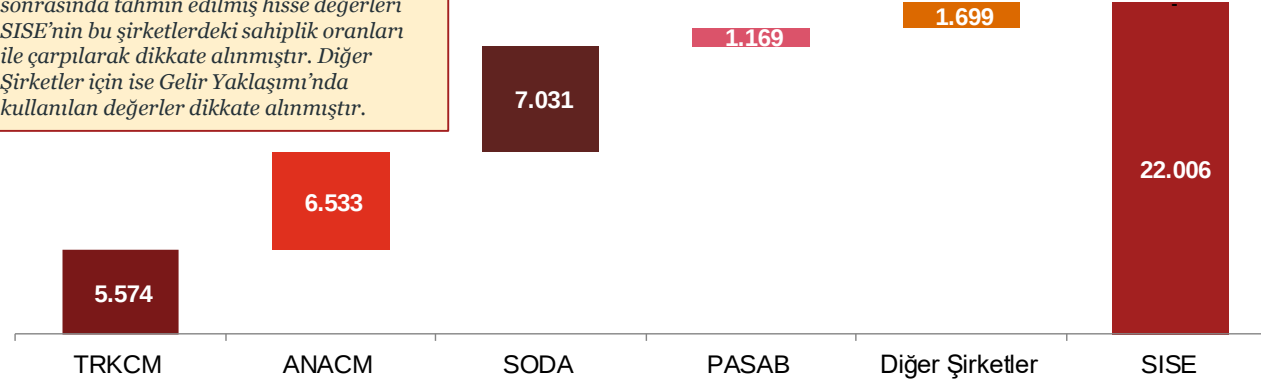
SISE

Piyasa Yaklaşımı

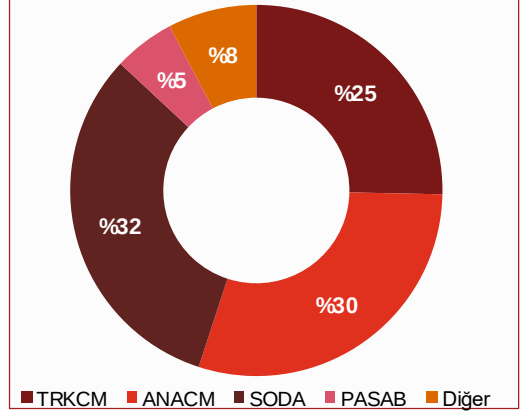
Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **22,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)

SISE'nin piyasa değeri hesaplamasında "Parçaların Toplamı" yöntemi kullanılarak, Ana İş Kolu şirketlerinin piyasa yaklaşımı sonrasında tahmin edilmiş hisse değerleri SISE'nin bu şirketlerdeki sahiplik oranları ile çarpılarak dikkate alınmıştır. Diğer Şirketler için ise Gelir Yaklaşımı'nda kullanılan değerler dikkate alınmıştır.



Değerin Dağılımı



	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												CE,CY, HG*	
m TL	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME			Toplam
Şirket Değeri	8.787	10.058	7.274	2.475	565	433	141	43	70	51	22	15	14	9	3	-		29.960
Net Nakit/(Borç)					(807)	107	(4)	42	1	16	26	2	6	-	1	-		(610)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					302	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		302
Vergi Varlığı					43	14	-	-	-	4	2	-	-	-	-	-		62
Temettü Ödemesi (-)					(320)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-	-		(323)
Temettü Geliri (+)					386	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		386
Hisse Değeri	7.764	8.245	11.158	1.175	170	553	137	85	71	71	50	17	17	9	4	864		30.390
Efektif Hisse Oranı	%71,79	%78,28	%63,02	%99,47	%100,0	%100,0	%100,0	%39,48	%100,0	%100,0	%90,00	%100,0	%100,0	%50,00	%99,70	-		-
ANACM B Grubu Payları Değer Farkı**	-	79	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		79
Hisse Değeri - SISE	5.574	6.533	7.031	1.169	170	553	137	34	71	71	45	17	17	5	4	576		22.006

*CE, CY ve HG'nin değeri Net varlık Yaklaşımı'na göre tahmin edilmiştir

**Hesaplamaların detayları için lütfen 153, 154 ve 155. sayılarda yer alan ANACM hisse grupları arasındaki değer farkı hesaplamasını inceleyiniz.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **14,5 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	2.250
Sermaye Düzeltme Farkları	181
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	2.092
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	2.286
Yabancı Para Çevrim Farkları	2.279
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	5
Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazançları (Kayıpları)	2
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	188
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	5.721
Net Dönem Karı veya Zararı	1.905
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	4.511
Toplam Özkaynak	19.133
1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi	(4.511)
2 Temettü Düzeltmesi, net*	(324)
3 Diğer Net Varlık Değeri Düzeltmeleri	181
a CY Net Varlık Düzeltmesi	6
b CE Net Varlık Düzeltmesi	176
Net Varlık Değeri	14.480

- a. 2020 yılı Ocak ayında satışı yapılmış bazı gayrimenkullerin satış esnasında gerçekleşen fiyatı ve satış sonrası oluşan kâr ve vergi yükümlülükleri ile ilgili değer düzeltmeleri
- b. Değerli madenlerin gerçeğe uygun değerleri ile ilgili değer düzeltmesi

* SISE için konsolide seviyede ortaya çıkan net temettü etkisini belirtir. Konsolide seviyede, alt şirketlerden SISE'ye dağıtılan temettüler hem gelir, hem de gider olduklarından elimine olmaktadır. Nette kalan 324m TL, SISE'nin grup dışına dağıtacağı temettüyü (320m TL) ve RD'den gelen temettüye istinaden ödenecek olan stopajı (SISE seviyesindeki efektif stopaj kesintisi: 4m TL) ifade eder.

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/IFRS'e uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, SISE'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/IFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla SISE'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı 19.133m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri **14.480m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi:

Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içerisinde gösterilen kontrol gücü olmayan paylar Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

2 Temettü Düzeltmesi:

SISE'nin 31.12.2019 sonrasında gerçekleşecek olan net temettü ödemesini ifade eder. Net temettü düzeltmesi, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

3 Diğer Net Varlık Değeri Düzeltmeleri:

CY ve CE, SISE'nin mali tablolarına tam konsolidasyon yöntemi ile dahil edilmektedir.

CY ve CE'nin hisse değerleri Net Varlık Yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. İlgili şirketlerin 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı kapsamında yapılan düzeltmeler, konsolide SISE Net Varlık Yaklaşımı seviyesinde dikkate alınmıştır.

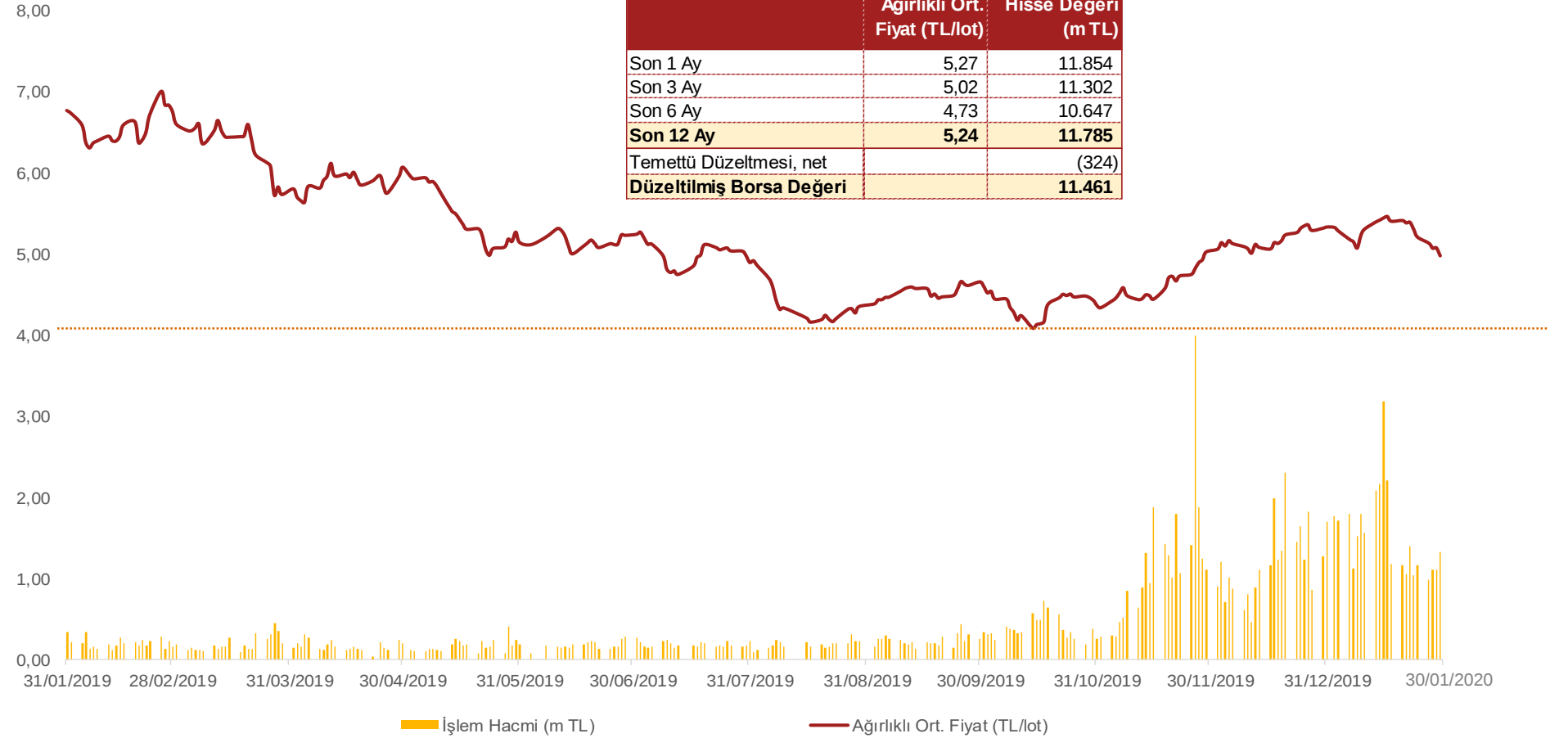
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE Borsa Değeri

SISE'nin Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre SISE'nin Borsa Değeri **11,5 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)



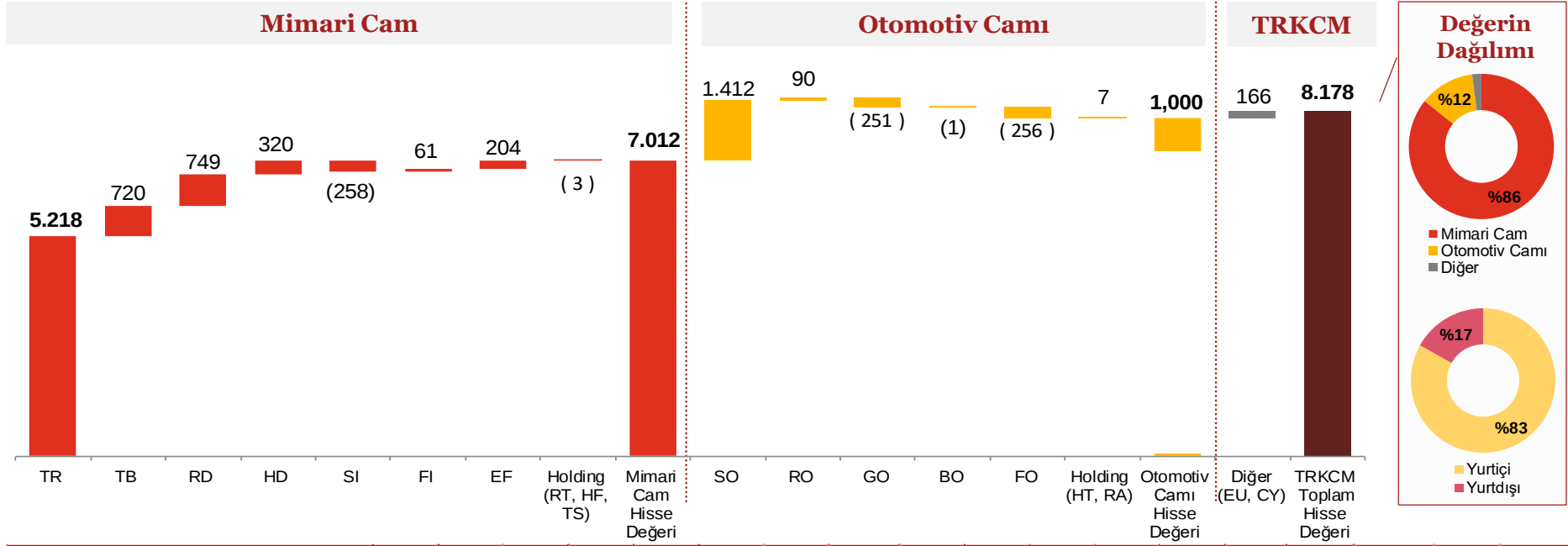
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

TRKCM

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **8,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



(m TL)	TR	TB	RD	HD	SI	FI	EF	Holding (RT, HF, TS)	Mimari Cam Toplam	SO	RO	GO	BO	Fritz	Holding (HT, RA)	Otomotiv Camı Toplam	Diğer (EU, CY)	TRKCM Toplam
Şirket Değeri	4.977	1.341	840	225	(85)	226	-	-	7.524	1.147	166	172	299	145	-	1.929	-	9.454
Net Nakit/(Borç)	143	(620)	377	89	(174)	(174)	-	-	(359)	264	(76)	(424)	(301)	(430)	-	(965)	-	(1.324)
Vergi Varlığı	119	-	2	6	-	9	-	-	136	0	0	-	1	0	-	2	-	138
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	28	-	28	-	28
Temettü Ödemesi (-)	(130)	-	(148)	-	-	-	-	-	(278)	-	-	-	-	-	-	-	-	(278)
Temettü Geliri (+)	108	-	-	-	-	-	-	-	108	-	-	-	-	-	-	-	-	108
Hisse Değeri	5.218	720	1.070	320	(258)	61	681	(3)	7.809	1.412	90	(251)	(1)	(256)	7	1.000	571	9.380
Efektif Hisse Oranı	100,0%	100,0%	70,00%	100,0%	100,0%	100,0%	30,0%	-	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-	-	-
Hisse Değeri - TRKCM	5.218	720	749	320	(258)	61	204	(3)	7.012	1.412	90	(251)	(1)	(256)	7	1.000	166	8.178

Kaynak: Holding Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **7,8 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	1.304	948	1.543	2.127	
1 Sahiplik Oranı ile Çarpılmış FAVÖK**	1.272	926	1.515	2.093	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 fiyatına indirgenmiş)	1.272	827	1.208	1.496	1.201
ŞD / FAVÖK (x)					7,3x
3 Şirket Değeri					8.787
Net Nakit/(Borç)					(1.437)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					28
Vergi Varlığı					137
Temettü Düzeltmesi, net					(126)
5 Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar					370
Saint Gobain Glass Egypt S.A.E					204
Camiş Elektrik Üretim A.Ş.					29
Çayırova Cam San. A.Ş.					137
6 Diğer Şirketler					4
Trakya Investment B.V.					1
Automotive Glass Alliance Rus Trading OOO					6
Trakya Glass Rus Trading OOO					(1)
Şişecam Flat Glass Holding B.V.					(1)
TRSG Glass Holding B.V.					(1)
Hisse Değeri					7.764

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilen şirketlerin, sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarlarını içerir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 TRKCM'nin MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide, sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarları piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanı 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır.
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketlerin; net borç/nakit, yatırım amaçlı gayrimenkul, vergi varlığı, ve planlanan temettü gelirleri/giderleri dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin TRKCM seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- 5 Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların 31.12.2019 itibarıyla hesaplanan hisse değerleri hesaplamaya dahil edilmiştir. Çayırova Cam Sanayii A.Ş. için Net Varlık Yöntemi, Saint Gobain Glass Egypt S.A.E için konsolide TRKCM mali tablolarında taşınan özkaynak değeri ve Camiş Elektrik Üretim A.Ş. için ise GY kullanılarak hesaplanan değer dikkate alınmıştır.
- 6 Operasyonel olmayan diğer şirketlerin, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

TRKCM

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **6,3 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	1.250
Sermaye Düzeltme Farkları	6
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	648
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	1.249
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.209
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	40
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	232
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.250
Net Dönem Karı veya Zararı	750
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	412
Toplam Özkaynak	6.797
1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi	(412)
2 Temettü Düzeltmesi, net*	(135)
3 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Varlıklara İlişkin Düzeltme	25
Net Varlık Değeri	6.275

* TRKCM için konsolide seviyede ortaya çıkan net temettü etkisini belirtir. Konsolide seviyede, alt şirketlerden TR'ye dağıtılan temettüler hem gelir, hem de gider olduklarından elimine olmaktadır. Nette kalan 135m TL, TRKCM'nin grup dışına dağıtacağı temettüyü (130m TL) ve RD'den TR'ye gelen temettüye istinaden ödenecek olan stopajı (efektif stopaj kesintisi: 5m TL) ifade eder. Piyasa Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı altında net temettü düzeltmesi 126m TL olarak gösterilmiştir. Bu gösterimsel bir farktır. Kalan -9m TL GY ve PY altında yapılan hesaplama Çayirova Cam Sanayii A.Ş. üzerinden dahil olmaktadır.

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış, TMS/TFRS'ye uygun ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TRKCM'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançosunda bulunan özkaynak tutarının, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketin toplam hisse değerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla, TRKCM'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı 6.797m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri **6.275m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi:

Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içerisinde gösterilen kontrol gücü olmayan paylar Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

2 Temettü Düzeltmesi:

TRKCM'nin 31.12.2019 sonrasında gerçekleşecek olan net temettü ödemesini ifade eder. Net temettü düzeltmesi, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

3 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Varlıklara İlişkin Düzeltme:

Çayirova Cam Sanayii A.Ş., Saint Gobain Glass Egypt S.A.E ve Camiş Elektrik Üretim A.Ş. TRKCM'nin mali tablolarına Özkaynak Yöntemi ile dahil edilmektedir. İlgili şirketlerin hisse değerleri belirlenirken konsolide TRKCM mali tablolarında taşınan özkaynak değerleri dikkate alınmıştır.

Çayirova Cam Sanayii A.Ş. özelinde Net Varlık Yaklaşımı kapsamında yapılan düzeltmeler, hesaplama dahil edilmiştir.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

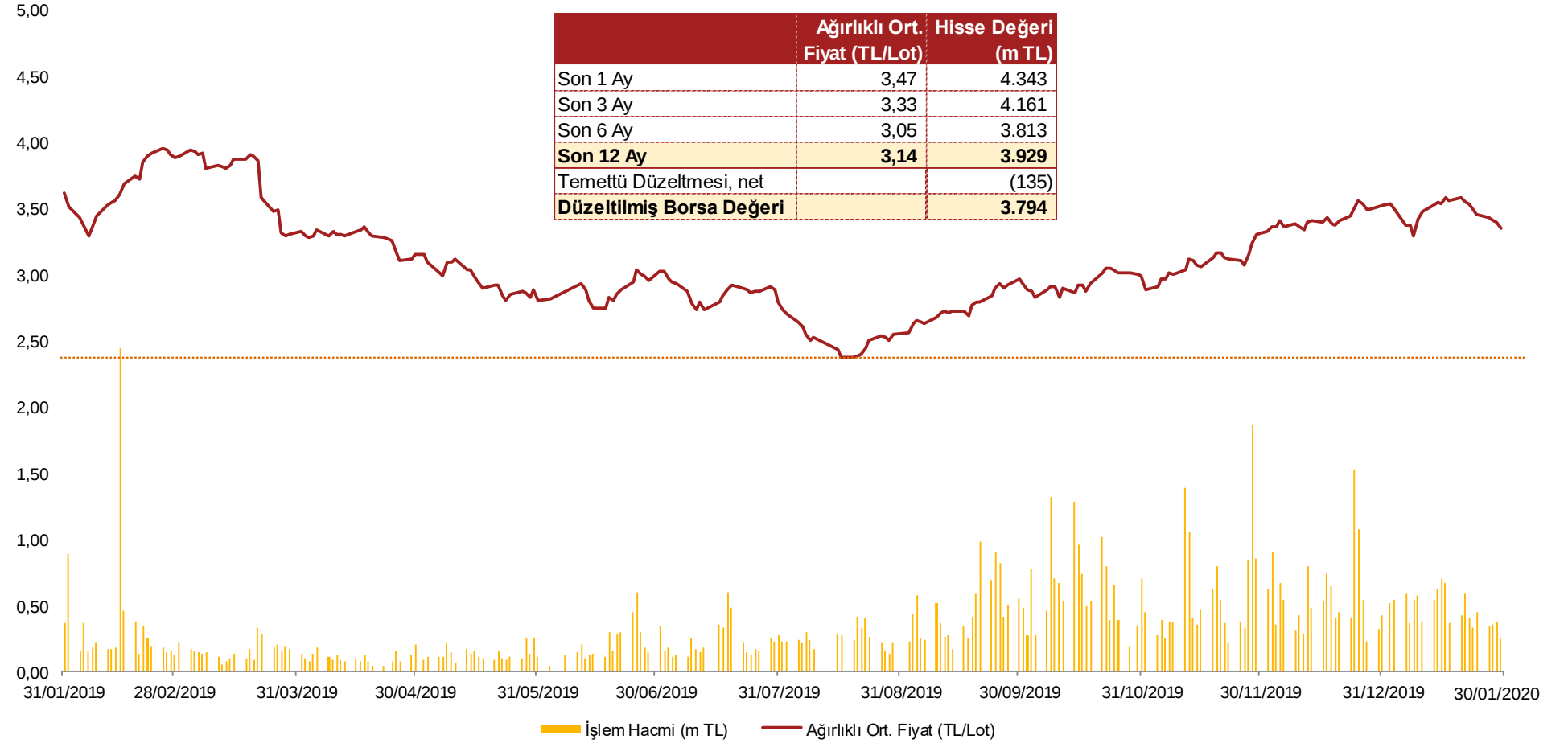
TRKCM

Borsa Değeri

TRKCM'nin Borsa Değeri, birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'den itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre TRKCM'nin Borsa Değeri **3,8 milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)



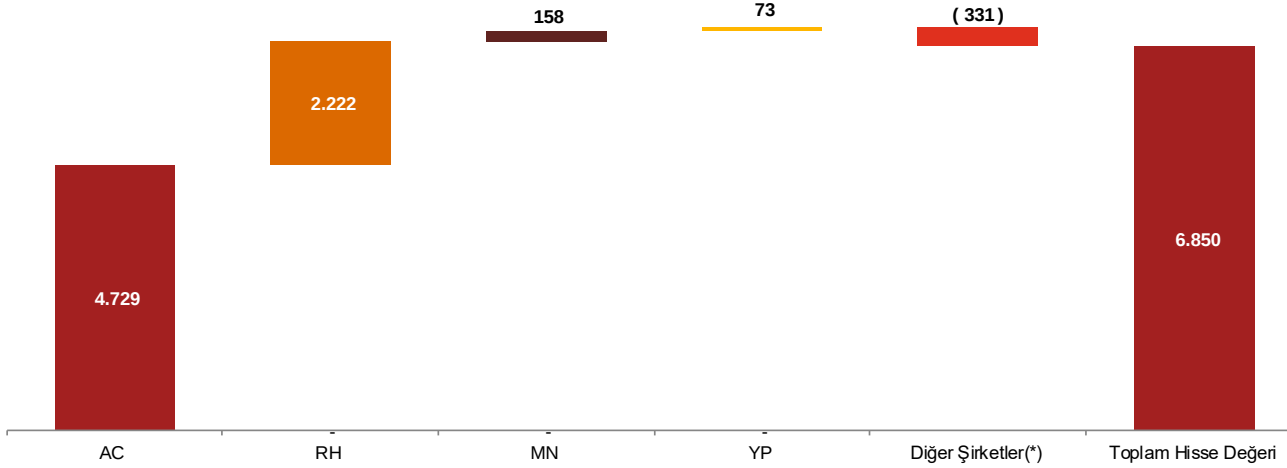
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

ANACM

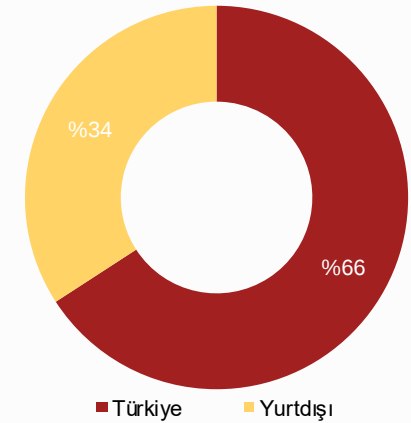
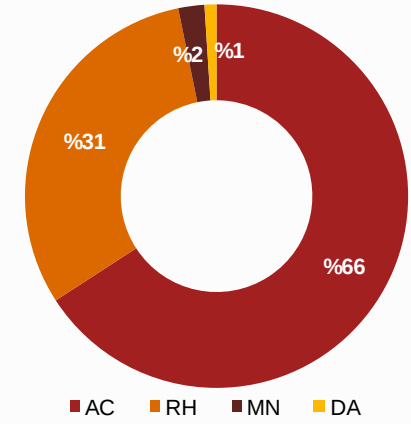
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **6,9 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



	AC	RH	MN	YP	Diğer Şirketler	Toplam
Şirket Değeri	5.218	3.263	182	73	-	8.736
Net Nakit/(Borç)	(694)	(1.132)	(24)	-	-	(1.850)
Vergi Varlığı	273	90	-	-	-	364
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	74	-	-	-	-	74
Temettü Ödemesi (-)	(142)	-	-	-	-	(142)
Hisse Değeri	4.729	2.222	158	73	(331)	6.850
Efektif Hisse Oranı	%100	%100	%100	%100	-	
Hisse Değeri - ANACM	4.729	2.222	158	73	(331)	6.850

* Diğer Şirketler; Camiş Elektrik ve üretim faaliyeti olmayan, özel maksatla kurulmuş ya da gayriaktif şirketlerdeki bağlı ortaklık sermayeleri dışındaki varlık ve yükümlülüklerin bütününi ifade etmektedir.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **8,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
1 FAVÖK**	1.118	1.307	1.513	1.738	
Sahiplik Oranı ile Çarpılmış FAVÖK**	1.118	1.307	1.513	1.738	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 fiyatına indirgenmiş)	1.118	1.167	1.206	1.243	1.184
ŞD / FAVÖK					8,5x
3 Şirket Değeri					10.058
Net Nakit / (Borç)					(1.850)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					74
Vergi Varlığı					364
Temettü Ödemesi					(142)
5 Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar					22
Camiş Elektrik Üretim A.Ş.					22
6 Diğer Şirketler					(353)
AC Glass Holding B.V.					(0)
Anadolu Cam Investment B.V.					(2)
Sisecam Glass Packaging B.V.					(316)
OOO Ruscam Management Company					0
Merefa Glass Company Ltd.					18
CJSC Brewery Pivdenna					(52)
OOO Energosystems					(1)
Yatırım Projesi					73
7 Hisse Değeri					8.245

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- ANACM'nin MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen ve TL cinsinden ifade edilen toplam FAVÖK tutarları gelir yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır. (Seçilen şirketler ve çarpan hesaplamasının detayları devam eden sayfada paylaşılmaktadır.)
- Hisse değerine gelirken Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketler için; net borç/nakit, yatırım amaçlı gayrimenkuller, vergi varlığı, ve dağıtılması planlanan temettüler dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin ANACM seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen Camiş Elektrik Üretim A.Ş.'nin Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemine göre tahmin edilen hisse değeri hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Operasyonel olmayan diğer şirketler ve holding şirketleri için, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.
- Yatırım Projesi için Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemine göre tahmin edilmiş değer Hisse Değeri hesaplamasında dikkate alınmıştır.

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Sadece Anadolu Cam, Ruscam ve Mina'nın FAVÖK tutarlarını içermektedir. Yatırım Projesi Piyasa Yaklaşımı kapsamında hisse değeri düzeltmeleri seviyesinde dikkate alınmıştır.

Kaynak: Capital IQ, Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **2,7 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	750
Sermaye Düzeltme Farkları	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	720
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(182)
Yabancı Para Çevrim Farkları	(203)
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	22
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	189
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	821
Net Dönem Karı veya Zararı	527
Toplam Özkaynak	2.826
1 Temettü Düzeltmesi	(142)
Net Varlık Değeri	2.684

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, ANACM'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla ANACM'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı 2.826m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri **2.684m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Temettü Düzeltmesi:

02.06.2020 tarihinde, ANACM tarafından grup dışına dağıtılacak temettü tutarını ifade eder. İlgili tutar, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

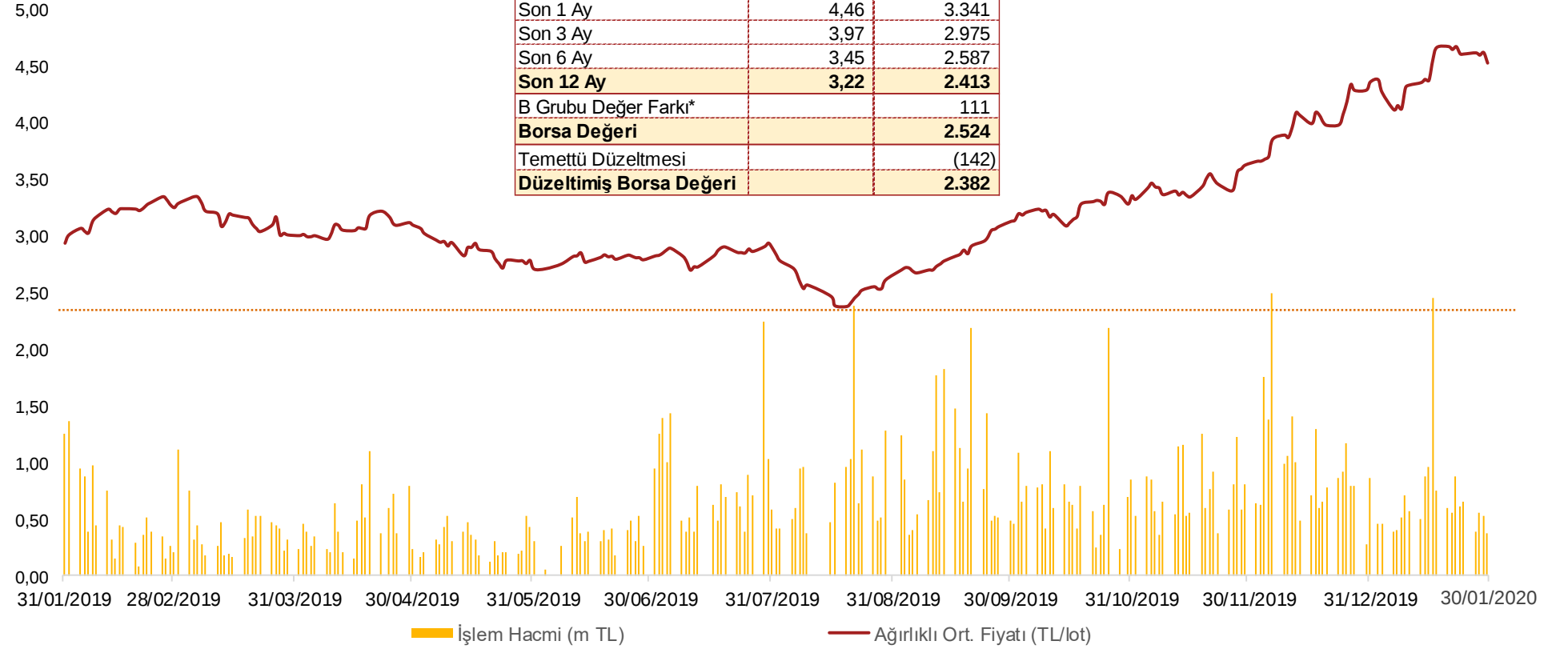
ANACM Borsa Değeri

ANACM'nin Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre ANACM'nin Borsa Değeri **2,4 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)

	Ağırlıklı Ort. Fiyat (TL/lot)	Hisse Değeri (m TL)
Son 1 Ay	4,46	3.341
Son 3 Ay	3,97	2.975
Son 6 Ay	3,45	2.587
Son 12 Ay	3,22	2.413
B Grubu Değer Farkı*		111
Borsa Değeri		2.524
Temettü Düzeltmesi		(142)
Düzeltilmiş Borsa Değeri		2.382



* Halka açık paylardan yola çıkılarak borsa değeri hesaplanırken, A ve B hisseleri ayrı değerlendirilmiş ve imtiyaz sahibi B hisselerinden gelmesi beklenen değer farkı hesaplamaaya dahil edilmiştir. İlgili hesaplamaların detayları raporun 153, 154 ve 155. sayfalarda sunulmuştur.

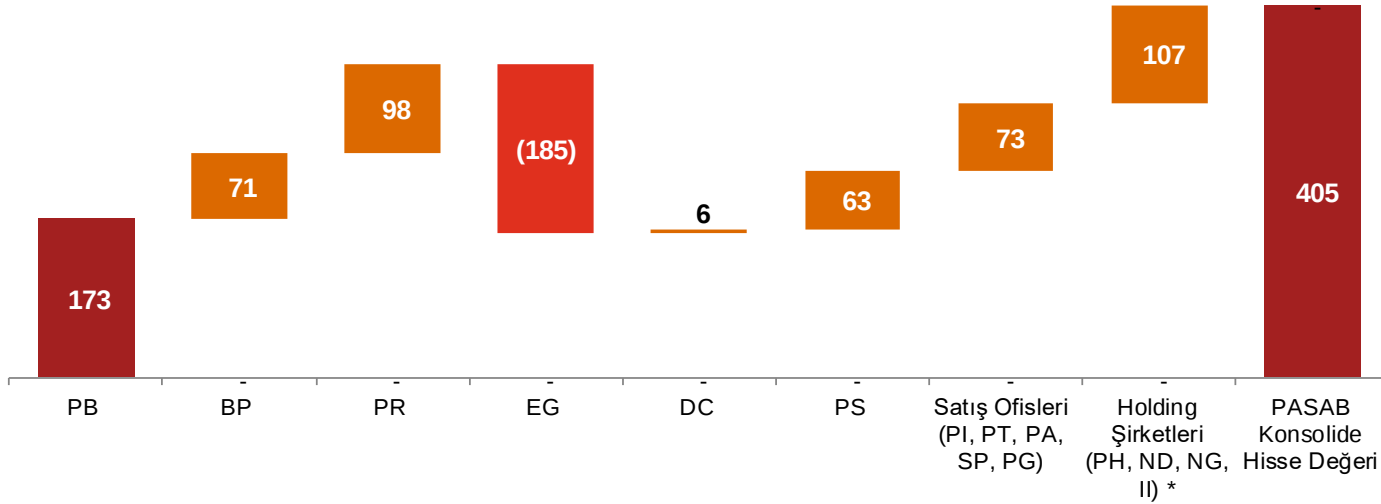
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

PASAB

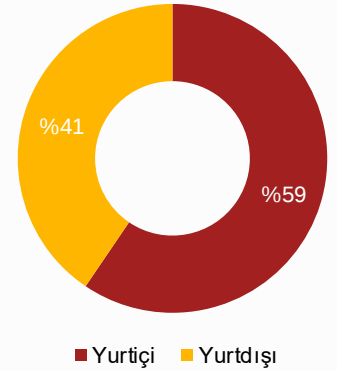
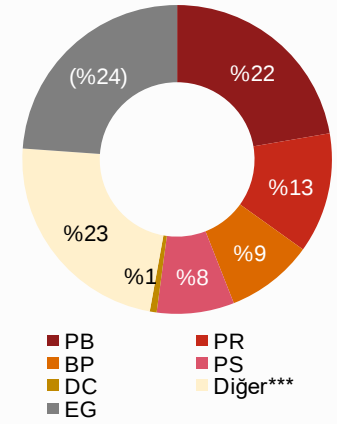
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla PASAB'ın toplam hisse değeri **405m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



*** Satış Ofisleri ve Holding Şirketleri

	PB	BP	PR	EG	DC	PS	Satış Ofisleri	Holding Şirketleri	Toplam
Şirket Değeri	823	282	347	99	31	84	54	-	1.720
Net Nakit/(Borç)	(712)	(212)	(266)	(284)	(20)	(21)	17	-	(1.498)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8	0	0	0	0	0	0	-	8
Vergi Varlığı	53	0	17	0	0	0	3	-	73
Hisse Değeri	173	71	98	(185)	11	63	73	107	410
Efektif Hisse Oranı	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%51,0	%100,0	%100,0	%100,0	
Hisse Değeri - PASAB	173	71	98	(185)	6	63	73	107	405

* Bağlı ortaklık sermayeleri dışındaki varlık ve yükümlülüklerin bütününe ifade etmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

** Yatırım vergi teşviklerinden ve geçmiş dönem zararlarından oluşan vergi varlığı

PASAB

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla PASAB'ın toplam hisse değeri **1,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	373	268	442	601	
1 Sahiplik Oranları ile Çarpılmış FAVÖK**	369	272	435	591	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)	369	243	347	423	345
ŞD / FAVÖK					7,2x
3 Şirket Değeri					2.475
Net Nakit/(Borç)					(1.488)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					8
Vergi Varlığı					73
5 Diğer Şirketler					107
Paşabahçe Investment B.V.					101
Nude Design Investment B.V.					5
İstanbul Investment B.V.					0
Nude Glass Investment B.V.					0
Düzeltilmiş Hisse Değeri					1.175

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilen şirketlerin sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarlarını içerir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 PASAB'ın MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide, sahiplik oranları ile çarpılmış FAVÖK tutarları piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır.
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketlerin; net borç/nakit, yatırım amaçlı gayrimenkul ve vergi varlığı dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin PASAB seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- 5 Operasyonel olmayan diğer şirketlerin, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.

PASAB

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla PASAB'ın toplam hisse değeri **2,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	224
Sermaye Düzeltme Farkları	70
Ortak Kontrole Tabi İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(12)
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	166
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	706
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	378
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	620
Net Dönem Karı veya Zararı	39
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	23
Toplam Özkaynak	2.216
1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi	(23)
Net Varlık Değeri	2.193

Yandaki tabloda, KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, PASAB'a ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla PASAB'ın raporlanan konsolide özkaynak tutarı 2.216m TL olup, kontrol gücü olmayan paylar düzeltmesi sonrası Net Varlık Değeri **2.193m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi:

Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içerisinde gösterilen kontrol gücü olmayan paylar Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

PASAB

Tahmini Borsa Değeri

PASAB'ın hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Piyasa Yaklaşımı sonuçları dikkate alınarak PASAB için tahmini bir Borsa Değeri hesaplanmıştır. Yapılan hesaplama sonucunda PASAB'ın tahmini Borsa Değeri **252m TL** olarak öngörülmüştür.

İskonto Oranı

	Birleşecek Şirketler	Karşılaştırılabilir Şirketler	
	ŞD / FAVÖK (x)	ŞD / FAVÖK (x)	
	FY15-FY19 Ortalama	FY15-FY19 Ortalama	İskonto Oranı
SISE	5,4x	7,5x	%28
TRKCM	4,8x	7,3x	%34
ANACM	4,6x	8,5x	%46
SODA	4,7x	8,0x	%42
DENCM	a.d.	7,2x	a.d.
Ortalama			%37

Tahmini Borsa Değeri (*)

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	373	268	442	601	
Sahiplik Oranları ile Çarpılmış FAVÖK**	369	272	435	591	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)	369	243	347	423	345
Karşılaştırılabilir Şirketler - ŞD / FAVÖK Ort.					A 7,2x
İskonto Oranı					B %37
İskontolanmış ŞD / FAVÖK Ort.					A x (1 - B) 4,5x
Şirket Değeri					1.552
Net Nakit/(Borç)					(1.488)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					8
Vergi Varlığı					73
Diğer Şirketler					107
Tahmini Borsa Değeri					252

(*) PASAB için tahmin edilen borsa değeri, şirketin olası halka arzında oluşacak borsa değeri için hiçbir şekilde referans teşkil etmemektedir. Bu tahmin sadece birleşme çalışmasında kullanılması maksadıyla yapılmıştır.

Kaynak: PwC Analizi

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
PwC

Gizli ve Özel

27 Nisan 2020

50

PASAB halka açık olmamasına rağmen kullanılan değerleme yöntemleri arasında bir tutarlılık olması açısından borsa değeri için bir tahmin yapılmıştır. PASAB'ın tahmini borsa değerinin hesaplaması için, halka açık Birleşecek Şirketler'in borsa değerleri baz alınarak hesaplanan piyasa çarpanları ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpanlar karşılaştırılmıştır. Bu çarpanların birbirlerine oranları Piyasa Yaklaşımı'ndan elde edilen değer ile Borsa Değeri arasındaki **iskonto oranı** olarak dikkate alınmıştır. Halka açık Birleşecek Şirketler'in iskonto oranlarının aritmetik ortalaması, PASAB için Piyasa Yaklaşımı ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpana uygulanarak PASAB için tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır.

Belirtilen hesaplama yönteminin halka açık Birleşecek Şirketler için uygulanması ile iskonto oranı **%37** olarak hesaplanmıştır. İskonto oranı PASAB'ın karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanına uygulanarak tahmini borsa değeri **252m TL** olarak hesaplanmıştır.

DENCM

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla DENCM'nin toplam hisse değeri **11m TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	82	107	132	104	166	193	223	246	270	292
Büyüme(%)	%27,5	%30,2	%24,2	(%21,2)	%59,3	%16,4	%15,2	%10,6	%9,6	%8,0
Satışların Maliyeti	(61)	(87)	(111)	(99)	(136)	(154)	(174)	(192)	(209)	(226)
Brüt Kar	21	20	21	5	30	39	49	55	61	66
Brüt Kar Marjı(%)	%25,5	%18,4	%15,8	%4,7	%18,2	%20,1	%21,9	%22,2	%22,6	%22,6
Faaliyet Giderleri	(15)	(12)	(14)	(14)	(17)	(19)	(21)	(23)	(25)	(27)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(0)	1	0	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	5	9	7	(9)	13	20	28	32	36	39
FAVÖK Marjı(%)	%6,6	%8,6	%5,5	(%8,8)	%8,1	%10,4	%12,6	%13,0	%13,4	%13,4
Amortisman (-)	(4)	(4)	(4)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(13)	(18)
FVÖK	1	5	4	(17)	5	11	18	21	23	21
FVÖK Marjı(%)	%1,7	%4,9	%2,7	(%15,9)	%3,1	%5,6	%8,0	%8,4	%8,7	%7,4
Vergi				-	(1)	(2)	(4)	(4)	(5)	(4)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				7	8	9	10	11	13	18
Operasyonel Nakit Akımları				(9)	12	18	24	28	31	35
NİS Değişimi				6	(14)	(6)	(7)	(6)	(6)	(5)
Yatırım Harcamaları				(39)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(18)
Serbest Nakit Akımları				(42)	(10)	3	8	11	14	12
İskonto Oranı				%21,0	%19,5	%19,0	%18,2	%17,2	%16,2	%15,7
Kısmi Dönem				1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
İskonto Dönemi				0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	5,50	
İndirgeme Faktörü				0,91	0,76	0,63	0,53	0,45	0,39	0,39
İndirgenmiş Nakit Akımı				(38)	(7)	2	4	5	5	60

Şirket Değeri	m TL
İNA (2020-25)	(29)
İNA (>2025)	60
Şirket Değeri	31
Net Nakit/(Borç)	(20)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	11

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

DENCM

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla DENCM'nin toplam hisse değeri **23m TL** olarak tahmin edilmektedir.

	m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
1 FAVÖK		7	(9)	13	20	
Enflasyon Endeksi		1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)		7	(8)	11	14	6
ŞD / FAVÖK						7,2x
3 Şirket Değeri						43
Net Nakit/(Borç)						(20)
4 Düzeltilmiş Hisse Değeri						23

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 DENCM'nin MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide FAVÖK tutarları gelir yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır. DENCM yalnızca el imalatı üretim yaptığı ve sözleşmeli üretici olduğu için birebir karşılaştırılabilir şirket mevcut değildir. Bu nedenle PB'nin sözleşmeli üreticisi statüsünde olduğundan ve tüm satışlarını PB'ye gerçekleştirdiğinden dolayı Paşabahçe'nin piyasa yaklaşımı analizi için kullanılan karşılaştırılabilir şirketler ve çarpanlar dikkate alınmıştır.
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, DENCM'nin net borç/nakit tutarı dikkate alınmıştır.

DENCM

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla DENCM'nin toplam hisse değeri **65m TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	15
Sermaye Düzeltme Farkları	21
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	42
Yabancı Para Çevrim Farkları	44
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	(1)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	(8)
Net Dönem Karı veya Zararı	(6)
Net Varlık Değeri	65

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, DENCM'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla DENCM'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı olan **65m TL** Net Varlık Değeri olarak dikkate alınmıştır.

DENCM Borsa Değeri

DENCM'nin Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre DENCM'nin Borsa Değeri **83m TL** olarak hesaplanmıştır.

Borsa Değeri ve İşlem Hacmi (m TL)

Hisse Fiyatı (TL/Lot)

18,00

16,00

14,00

12,00

10,00

8,00

6,00

4,00

2,00

	Düzeltilmiş A.O. Fiyat (TL/Lot)	Hisse Değeri (m TL)
Son 1 Ay	8,85	133
Son 3 Ay	7,63	114
Son 6 Ay	6,50	97
Son 12 Ay	5,54	83
Düzeltilmiş Borsa Değeri		83

DENCM'nin bedelli sermaye artırımını yapmasından dolayı ortalama hisse değerleri için, her işlem gününün ağırlıklı ortalama hisse fiyatı ve o işlem gününde mevcut olan pay adedi çarpılarak hesaplanan günlük hisse değerleri baz alınmıştır.

Bedelli sermaye artırımının geçerli olduğu tarih olan 16.09.2019 öncesindeki günlük hisse değerleri, artırılan sermaye tutarı olan 9m TL'nin hisse değerine eklenmesiyle düzeltilmiştir.

Tabloda sunulan ağırlıklı ortalama fiyat, ortalama hisse değerlerinin güncel pay adedi olan 15m'ye bölünmesiyle elde edilmiştir.

Denizli Cam SPK'nın 05.09.2019'da onayladığı yönetim kurulu kararı uyarınca bedelli sermaye artışı yapmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 6m TL'den 15m TL'ye yükselmiştir.

31/01/2019 28/02/2019 31/03/2019 30/04/2019 31/05/2019 30/06/2019 31/07/2019 31/08/2019 30/09/2019 31/10/2019 30/11/2019 31/12/2019 30/01/2020

İşlem Hacmi (m TL) Ağırlıklı Ort. Fiyatı

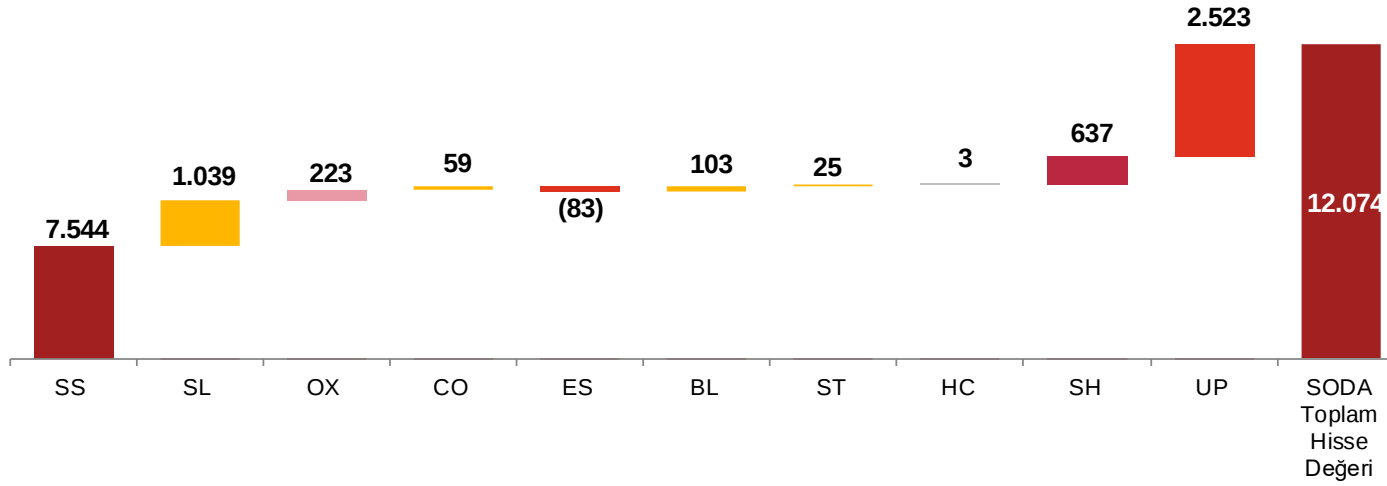
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

SODA

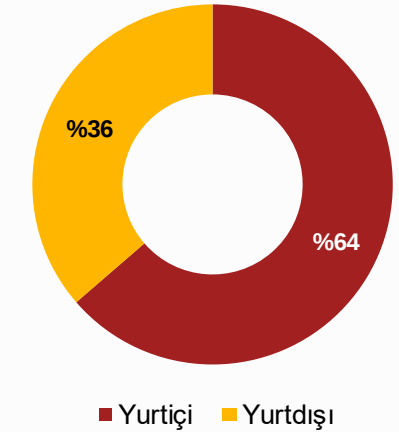
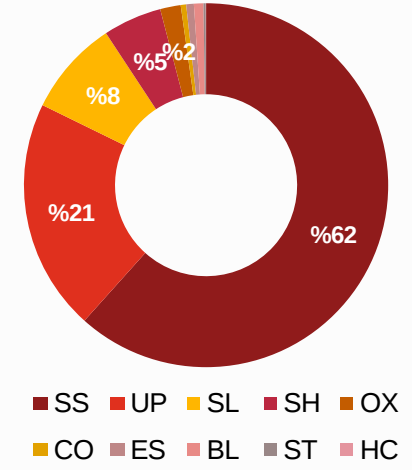
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SODA'nın toplam hisse değeri **12,1 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



m TL	SS	SL	OX	CO	ES	BL	ST	HC	SH	UP	Toplam
Şirket Değeri	5.967	1.115	212	51	736	92	16	-	-	-	8.190
Net Nakit/(Borç)	1.788	(76)	36	8	(907)	19	8	-	-	-	876
Vergi Varlığı	1	-	-	-	88	-	-	-	-	-	89
Temettü Ödemesi (-)	(245)	-	(25)	-	-	(7)	-	-	-	-	(277)
Temettü Geliri (+)	32	-	-	-	-	-	-	-	-	-	32
Hisse Değeri	7.544	1.039	223	59	(83)	103	25	3	2.548	5.046	16.508
Efektif Hisse Oranı	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%100	%25	%50	
Hisse Değeri - SODA	7.544	1.039	223	59	(83)	103	25	3	637	2.523	12.074

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SODA'nın toplam hisse değeri **11,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	1.071	857	1.060	1.345	
1 Sahiplik Oranları ile Çarpılmış FAVÖK**	1.071	857	1.060	1.345	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)	1.071	765	845	961	911
ŞD / FAVÖK (x)					8,0x
3 Şirket Değeri					7.274
Net Nakit/(Borç)					876
Vergi Varlığı					89
Temettü Düzeltmesi, net					(245)
5 Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar					3.160
Solvay Şişecam Holding AG					637
Pacific Soda LLC					2.523
6 Diğer Şirketler					3
Şişecam Chem Investment B.V.					3
Düzeltilmiş Hisse Değeri					11.158

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilen şirketlerin sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarlarını içerir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 SODA'nın MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide efektif FAVÖK tutarları Piyasa Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır.
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketlerin; net borç/nakit, vergi varlığı, ve dağıtılması planlanan temettü gelirleri/giderleri dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin SODA seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- 5 Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların 31.12.2019 itibarıyla hesaplanan hisse değerleri hesaplamaya dahil edilmiştir. Solvay Şişecam Holding AG ve Pacific Soda LLC için GY kullanılarak hesaplanan değer dikkate alınmıştır.
- 6 Operasyonel olmayan diğer şirketlerin, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.

SODA

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SODA'nın hisse değeri **5,5 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	1.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	951
Yabancı Para Çevrim Farkları	760
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	7
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	184
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	230
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.452
Net Dönem Karı veya Zararı	1.109
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-
Toplam Özkaynak	5.742
1 Temettü Düzeltmesi, net*	(245)
Net Varlık Değeri	5.497

* SODA için konsolide seviyede ortaya çıkan net temettü etkisini belirtir. Konsolide seviyede, alt şirketlerden SS'ye dağıtılan temettüler hem gelir, hem de gider olduklarından elimine olmaktadır. Nette kalan 245m TL, SODA'nın Şişecam'a ve grup dışına dağıtacağı temettüyü ifade eder.

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, SODA'ya ait konsolide mali tablolar yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla SODA'nın raporlanan konsolide özkaynak tutarı 5.742m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri **5.497m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Temettü Düzeltmesi:

SODA'nın 31.12.2019 sonrasında gerçekleşecek olan net temettü ödemesini ifade eder. Net temettü düzeltmesi, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

SODA

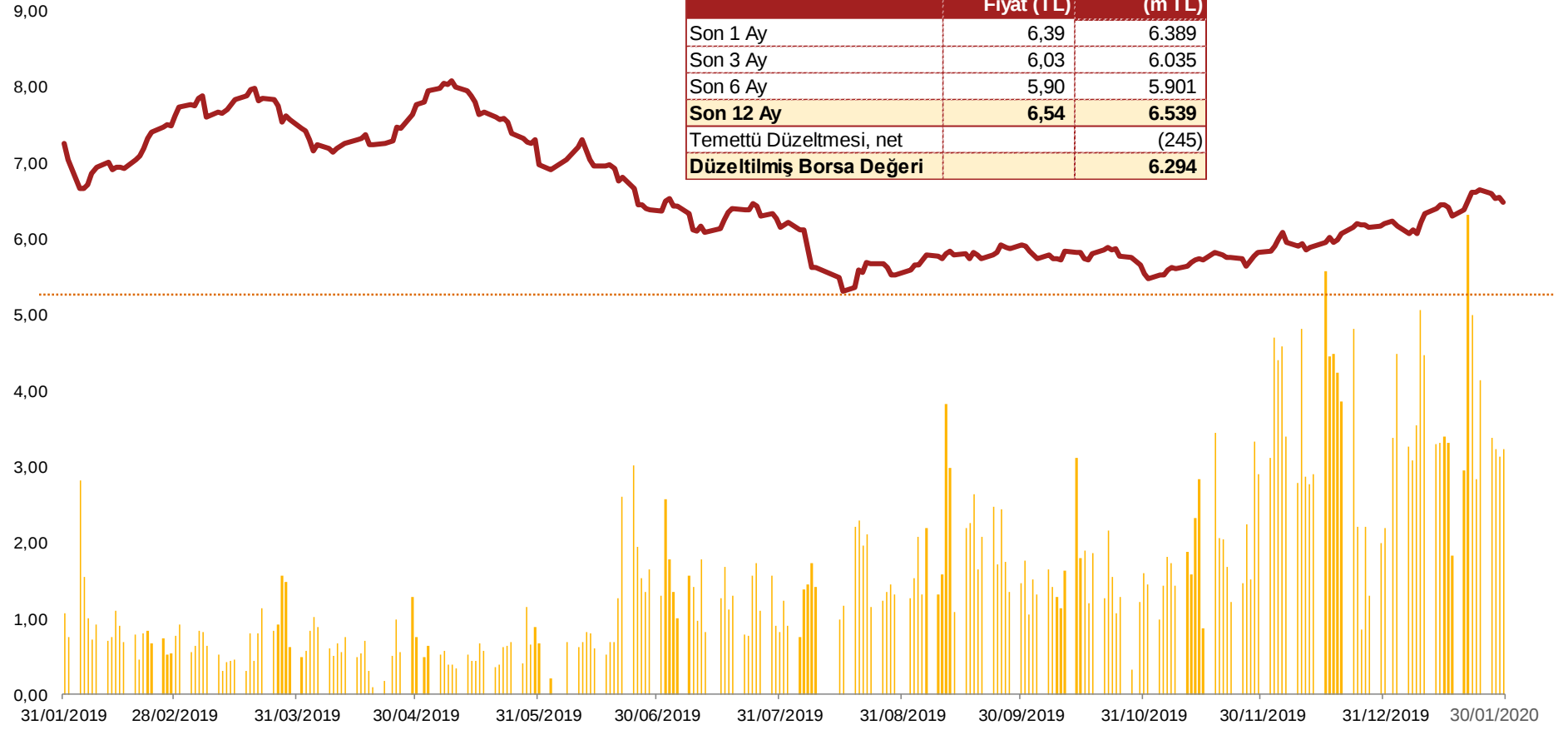
Borsa Değeri

SODA'nın Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre SODA'nın Borsa Değeri **6,3 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)

	Ağırlıklı Ort. Fiyat (TL)	Hisse Değeri (m TL)
Son 1 Ay	6,39	6.389
Son 3 Ay	6,03	6.035
Son 6 Ay	5,90	5.901
Son 12 Ay	6,54	6.539
Temettü Düzeltmesi, net		(245)
Düzeltilmiş Borsa Değeri		6.294



Kaynak: Capital IQ, KAP, PwC Analizi

Birleşecek Şirketler ve Değerleme Analizi

SİSE

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

(1/2)

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (SC)

Uzman Kuruluş Raporu içerisinde bütün Şişecam Topluluğu'na referans verilmek istendiğinde **SISE**, sadece Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. tüzel kişiliğine referans verilmek istendiğinde "**SC**" ya da "**Şişecam Holding**" ifadeleri kullanılmaktadır.

Telif Hakkı Gelirleri: SISE yönetimi tarafından sağlanan bilgilere göre Şişecam Holding; 1 Ocak 2017'den beri topluluk şirketlerinin topluluk dışı satışları üzerinden, transfer fiyatlandırması ilkelerine uygun olacak şekilde, piyasa ortalamalarını yansıttığına kanaat getirilmiş oranlarda telif hakkı ödemesi toplamaktadır. Topluluğun ana iş kolları altında organize olmuş ve topluluk dışına satış gerçekleştiren, PASAB hariç bütün şirketler Şişecam markasını kullanmaktadır. Telif hakkı ödemesi markanın sahibi olan Şişecam Holding'in marka kullanım hakkı ile ilgili topluluk şirketlerinden talep ettiği bir ödemedir.

2017 ve 2018 yıllarında %1 olan telif hakkı oranı, 2019 yılında %1,75'e çıkarılmıştır. Projeksiyon döneminde, 2019 yılı gerçekleşmesine paralel bir şekilde, bu oranı %1,75 olarak dikkate alınmıştır. Topluluk şirketleri, bu ödemeleri bağlı bulundukları ana iş kolunun lideri konumundaki tüzel kişiliğe yapmakta, Şişecam Holding ise ana iş kollarının liderleri konumunda bulunan Trakya Cam Sanayii A.Ş. (Mimari Cam), Şişecam Otomotiv A.Ş. (Otomotiv Camı), Anadolu Cam Sanayii A.Ş. (Cam Ambalaj), Ruscam Glass Packaging Holding (Cam Ambalaj) ve Soda Sanayii A.Ş.'den (Kimyasallar) kendi gelirleri ile ilgili telif hakkı ödemesi ve kendilerine bağlı şirketlerden elde ettikleri telif hakkı gelirlerini toplamaktadır. Ruscam, Cam Ambalaj Grubu'nun lideri olmamasına rağmen, Rusya'daki mevzuatlarla uyumlu olmak adına, telif hakkı ödemelerini direkt olarak Şişecam Holding'e yapmaktadır. Diğer Şirketler içerisindeki şirketler, söz konusu telif hakkı ödemelerinden muaftır.

Şişecam Holding için yapılmış değerlendirme çalışması kapsamında topluluğun grup dışına yapacağı satışlar üzerinden elde edeceği gelirleri dikkate alınarak hesaplanan telif hakkı gelirleri ile ilgili tahminler de dikkate alınmıştır.

Merkezi Hizmet Gelirleri: Şişecam Holding topluluk şirketlerine de hizmet sağlamakta, iştiraklerinin plan ve stratejilerinin belirlenmesinde aktif rol oynamaktadır. Şişecam Holding, topluluk şirketleri için katlandığı giderler üzerine, transfer fiyatlandırması ilkelerine uygun olacak şekilde, belirli bir oranda bir kar marjı koyarak bu giderleri ilgili topluluk şirketine yansıtmaktadır. Şişecam Holding'in bu şekilde elde ettiği gelirler Merkezi Hizmet Gelirleri'ni oluşturmaktadır.

Projeksiyon döneminde topluluk şirketlerinin ödeyeceği merkezi hizmet giderleri, SISE yönetimi tarafından sağlanan 2020 gider bütçesi ve sonraki yıllara dair tahminler dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

(2/2)

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (SC)

5746 sayılı AR-GE ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun: SISE'nin tüm AR-GE faaliyetlerinin Şişecam Holding bünyesindeki AR-GE merkezi tarafından gerçekleştirildiği anlaşılmaktadır. Yönetimden alınan bilgilere göre, AR-GE harcaması ve yatırımlarında 5746 sayılı Ar-Ge ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun kapsamında AR-GE teşviklerinden faydalanılmaktadır.

Söz konusu teşvikler Şişecam Holding'e AR-GE faaliyetleri ile ilgili katlandığı harcamaları kurumlar vergisi yükümlülüğünün azaltılmasında kullanabileceği bir takım haklar kazandırmaktadır. AR-GE teşvikleri ile ilgili kurumlar vergisi seviyesinde elde edilecek faydalar Uzman Kuruluş Raporu kapsamında hisse değeri düzeltmesi olabilecek bir vergi varlığı olarak dikkate alınmıştır. Şişecam Holding için Gelir Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışmasında vergi varlığının değeri tahmin edilmiştir.

Garantörlük Gelirleri: Şişecam Holding; topluluk bünyesindeki şirketlere topluluk dışındaki kaynaklardan borçlanmaları durumunda ve gerek duyulması halinde, garantörlük hizmetleri vermektedir. Şişecam Holding bünyesi garantörlüğünde finansman bulan topluluk şirketi, bu hizmet karşılığında Şişecam Holding'e garantörlük ücreti ödemektedir. Garantörlük ücreti toplam finansman miktarının belli bir oranı olarak düzenlenmektedir.

Şişecam Holding'in garantörlük hizmeti sunabilme kapasitesi temettü geliri elde edebilme kabiliyeti, dolayısıyla iştiraklerindeki payı ve iştiraklerinin finansal performansı ile doğru orantılıdır. Garantörlük geliri Uzman Kuruluş Raporu'nda Şişecam Holding için solo bazda Gelir Yaklaşımı'na göre yapılmış değerleme çalışmasına, şirketin faaliyetleri ile ilişkili varlıklarından elde edilen bir gelir olmaması ve finansman içerikli olması nedeniyle, dahil edilmemiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Diğer Şirketler

(1/4)

Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş. (CV)

Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş.'nin ("CV" ya da "Çevre Sistemleri") projeksiyon dönemi boyunca tüm cam kırığı satışlarını Anadolu Cam'a yapacağı tahmin edilmektedir. Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre, Çevre Sistemleri'nin Anadolu Cam'a cam kırığı ile ilgili katlanmış olduğu toplama ve işleme maliyetini aynı oranda yansıttığı, bunun dışında kalan ve faaliyetleri ile ilgili diğer bütün giderlerinin yansıtılması aşamasında ise, transfer fiyatlandırması ilkelerine uygun olarak belirlendiği öne sürülen belli oranda bir kâr marjının dikkate alındığı anlaşılmaktadır. Çevre Sistemleri yönetimi söz konusu kâr marjı oranının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı bilgisini tarafımızla paylaşmıştır.

Yatırım Teşviki Vergi Varlığı: Çevre Sistemleri'nin 2019 yılında başlamış olduğu yatırımla ilgili olarak 2012/3305 nolu Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Karar kapsamında hak kazandığı ve 2019 sonu itibarıyla toplam 15m TL değerinde kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşviki bulunmaktadır.

Çevre Sistemleri için Gelir Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışması kapsamında kurumlar vergisi yükümlülüklerini düşürücü etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Camiş Elektrik Üretim A.Ş. (EU)

Elektrik Üretim Lisansı: Camiş Elektrik Üretim A.Ş.'nin ("EU" ya da "Camiş Elektrik") sahibi olduğu Trakya Santrali'nin elektrik üretim lisansı 27.01.2025 tarihinde sona erecektir. Uzman Kuruluş Raporu içerisinde Gelir Yaklaşımı'na göre yapılmış değerleme çalışmasında Camiş Elektrik için bu tarihten sonraki nakit akımları kapsama dahil edilmemiştir. Elektrik üretim lisansının yenilenmeyeceği öngörüsü dahilinde santralin sökülerek hurda olarak satılabileceği varsayımı dikkate alınmış, bu kapsamda Camiş Elektrik yönetiminin sağlamış olduğu santral aksamı için hurda değeri dikkate alınmıştır.

Santral Bakım Harcaması: Trakya Santrali'nin 2 türbininden birisinin 2020 yılının yarısı boyunca bakımda olacağı, bakım süresince santralin tek türbinle üretime devam edeceği öğrenilmiştir. 2019 yılı boyunca da Trakya Santrali tek türbinle faaliyet göstermiştir. Projeksiyon dönemi nakit akımları oluşturulurken bakımın gerçekleşeceği 2020 yılındaki yatırım harcamaları ve kapasite düşüş tahminleri dikkate alınmıştır.

Şişecam Dış Ticaret A.Ş. (DT)

Türkiye'den topluluk şirketlerinin yaptıkları ihracat faaliyetlerinin tek bir kanaldan yürütülmesinde ve organizasyonunda hizmet sağlayan Şişecam Dış Ticaret A.Ş.'nin ("DT" ya da "Dış Ticaret") 2019 yılı itibarıyla toplam 24 m TL değerinde kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararları bulunmaktadır. Değerleme çalışması kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Diğer Şirketler

(2/4)

Çayırova Cam Sanayii A.Ş. (CY)

Üretim faaliyeti bulunmaması ve tek önemli varlığının yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşması nedeniyle, Uzman Kuruluş Raporu kapsamında **Çayırova Cam Sanayii A.Ş. ("CY" ya da "Çayırova Cam Sanayii")** için sadece Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerleme çalışması gerçekleştirilen CY için yapılan değer düzeltmeleri kapsamında, %39,7 oranında iştiraki olması sebebiyle CE'nin değerleme çalışması sonuçları dikkate alınmıştır. Ayrıca, 31.12.2019 itibarıyla CY'nin varlıkları arasında olduğu anlaşılan ancak 2020 yılı Ocak ayında satışı yapılmış bazı gayrimenkullerin satış esnasında gerçekleşen fiyatı ve satış sonrası oluşan kâr ve vergi yükümlülükleri ile ilgili değer düzeltmeleri de çalışma kapsamında dikkate alınmıştır. CY'nin 2020 yılında dağıtması planlanan temettü tutarı da CY'nin değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Cam Elyaf Sanayii A.Ş. (CE)

2019 yılında faaliyetlerini sona erdirmiş olması nedeniyle Uzman Kuruluş Raporu kapsamında **Cam Elyaf Sanayii A.Ş. ("CE" ya da "Cam Elyaf")** için yapılan değerleme çalışmasında sadece Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır.

CE'nin 31.12.2019 tarihli bilançosunda Maddi Duran Varlıklar altında satın alma maliyetlerinden tutulan 52,8m TL'lik değerli madenlerin gerçeğe uygun değerleri hesaplanarak, ortaya çıkan fark değer düzeltmesi olarak CE'nin özkaynaklarının kayıtlı değeri üzerine yansıtılmıştır. Söz konusu değerleme, cam elyaf üretiminde kullanılan bushing makinesi için ihtiyaç duyulan platin, rodyum, paladyum, altın ve gümüş alaşımlarının piyasa değerlerinin tahmin edilmesi için uygulanmış olup, değerlemede baz alınan kıymetli maden fiyatı varsayımları aşağıda belirtilmiştir. Rodyum ve paladyum fiyatlarının değerleme tarihi itibarıyla orta ve uzun vadeli fiyat ortalamalarının çok üzerine çıktığı ve fiyat artışının kısa vadeli ve kalıcı olmayabilecek gelişmelerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu madenlerin değerleme çalışmasında değerleme tarihi itibarıyla değerleri yerine son 10 yıllık ortalama fiyatları dikkate alınmıştır. Ayrıca; SISE Yönetimi tarafından sağlanan ve ayrıştırma sırasında meydana gelen rafinasyon işçilik ücretleri ve rafinasyon kayıpları da değerleme çalışmalarında dikkate alınmıştır.

- Rodyum: Johnson Matthey ve Engelhart Commodities Trading Partners Ltd. tarafından açıklanmış son 10 yıllık ay sonu rodyum fiyatlarının ortalaması (120 aylık fiyat) dikkate alınmıştır.
- Paladyum: Londra Metal Borsası tarafından açıklanmış son 10 yıllık ay sonu paladyum fiyatlarının ortalaması (120 aylık fiyat) dikkate alınmıştır.
- Platin: Londra Metal Borsası tarafından açıklanan 31.12.2019 platin fiyatı dikkate alınmıştır.
- Altın: Londra Külçe Piyasası Birliği tarafından açıklanan 31.12.2019 fiyatı dikkate alınmıştır.
- Gümüş: Londra Külçe Piyasası Birliği tarafından açıklanan 31.12.2019 fiyatı dikkate alınmıştır.

CE'nin 2020 yılında dağıtması planlanan temettü tutarı da CE'nin değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Diğer Şirketler

(3/4)

Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. (SG)

Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. ("SG" ya da "Şişecam Sigorta") Şişecam Topluluğu'nun bütün sigorta ihtiyaçlarının tek bir kanaldan yapılması amacıyla kurulmuştur. Uzman Kuruluş Raporu tarihi itibarıyla Şişecam Topluluğu'nun sigorta brokerlik hizmetlerini grup dışı firmalardan almakta olduğu öğrenilmiştir. Şişecam Sigorta sadece topluluk şirketlerinin kapsamı dar ihtiyaçları ve topluluk çalışanlarının ihtiyaçlarını karşılamak üzere faaliyetlerine devam etmektedir. Bunun sonucu olarak faaliyetleri önemli derecede azalan Şişecam Sigorta'nın komisyon gelirlerinde 2019 yılına kıyasla, projeksiyon dönemi boyunca önemli bir artış görülmeyeceği varsayılmıştır.

Şişecam Enerji A.Ş. (SE)

Şişecam Enerji A.Ş. ("SE" ya da "Şişecam Enerji") yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda, SE'nin toptan doğalgaz ve elektrik satışlarının önemli bir kısmını, kontratlı müşterilere yaptığı anlaşılmaktadır. SE yönetimi ile konuşularak COVID-19 salgınının satışlar üzerindeki etkisi 2020 yılı bütçesine yansıtılmıştır.

Camış Madencilik A.Ş. (MD)

Camış Madencilik A.Ş. ("MD" ya da "Camış Madencilik") Şişecam Topluluğu düzcama, cam ambalaj ve cam ev eşyası şirketlerinin cam kumu ihtiyacını karşılama hedefinin yanında elinde bulundurduğu ruhsatlar aracılığı ile topluluk dışına da satış yapmaktadır. Çalışma kapsamında, Camış Madencilik'in 2019 yıl sonu itibarıyla elinde bulundurduğu yaklaşık 50 adet ruhsat ve işletilebilir rezerv dikkate alınmış, 2020 sonrasında yeni ruhsat edinilmeyeceği varsayılmıştır. Şirketin bünyesinde yer alan 5 tesisin satışlarının %70'i Şişecam topluluk şirketlerine yapılmaktadır. Topluluk içi talep öngörülleri ve topluluk dışı seramik üreticilerine yapılması hedeflenen feldspat ve diğer kum satışları da dikkate alınarak işletilebilir rezerv miktarının 2080 yılında %90 oranında tükeneceği öngörülmektedir. Bu nedenle Gelir Yaklaşımı kapsamında 2080 yılına kadar tahminde bulunulmuş ve devam eden değer dikkate alınmamıştır.

MD yönetiminden alınan bilgiye göre topluluk içi satışlarda uygulanan ve transfer fiyatlamasına uygun olduğu varsayılan karlılık hedefiyle topluluk dışı satışlarda hedeflenen karlılık seviyesinin projeksiyon dönemi boyunca benzer şekilde gerçekleşeceği varsayılmaktadır.

Şirketin 2020-2021'de gerçekleştirmeyi planladığı Yalıköy tesisindeki yeniden yapılandırma yatırımı ile kapasite artışı, 2022'de ise ambalaj işkoluna hammadde sağlayacak yeni tesis yatırımı öngörülmektedir. 2022 sonrası ise herhangi bir tesis veya yeni rezerv alımı dikkate alınmamıştır.

2019 itibarıyla şirketin elinde bulundurduğu bazı sahalarda üretim yapılmamakta, metalik maden arama çalışmaları devam etmektedir. 2019 itibarıyla rezervin varlığına yönelik net bir bilgi olmaması sebebiyle ilgili sahalardan herhangi bir gelir katkısı dikkate alınmamıştır.

Camış Egypt Mining Ltd. Co. (ME)

Camış Egypt Mining Ltd. Co. ("ME" ya da "Camış Egypt") cam ambalaj ve düzcama şirketlerine yönelik hammadde sağlamakla iken Camış Madencilik altında yer alan Yalıköy tesisindeki kapasite artışı sonrası satışların bir miktar kısıtlanması ve üretimin Yalıköy tesisine kayması beklenmektedir. Bu nedenle 2022 sonrası yalnızca düzcama şirketlerine solar kum satışı yapılacağı öngörülmektedir. Mevcut durumda üçüncü şahıslardan hammadde alınarak Zafarana tesisinde işlenmekte ve topluluk şirketlerine sevk edilmektedir. Bu nedenle işleme tesisi olarak faaliyete devam edeceği ve maden çıkarma işlemi yapılmayacağı öngörüsü ile devam eden değer dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Diğer Şirketler

(4/4)

Madencilik Sanayii ve Ticaret A.Ş. (MT)	Madencilik Sanayii ve Tic A.Ş. ("MT" ya da "MADSAN") elinde bulundurduğu ruhsatlar aracılığı ile müteahhit firmalarına üretim yaptırmakta ve Camiş Madencilik'e transfer fiyatlaması ile satmaktadır. Topluluk içi kum talebi doğrultusunda bu sahalardan üretilip satılacak tonajların 2020 sonrası artacağı öngörülmektedir. Rezerv ömrü dikkate alınarak Gelir Yaklaşımı kapsamında 2080 yılına kadar tahminde bulunulmuş ve devam eden değer dikkate alınmamıştır.
Rudnik Krecnjaka Vijenac D.O.O. (VM)	Rudnik Krecnjaka Vijenac D.O.O. ("VM" ya da "Vijenac") konsolide mali tablolarda özkaynak yöntemiyle muhasebeleştirilmektedir. Daha önce hiç temettü dağıtmayan ve geçmiş yıl mali zararları bulunan şirketin 2019 yılı sonunda geçmiş yıl mali zararları sermayesine ilave edilmiştir. SISE Yönetimi ile yapılan görüşme sonucu, 2020 yılından itibaren Vijenac'ın temettü dağıtmaya başlayacağı belirtilmiştir. Çalışmada Gelir Yaklaşımı altında Vijenac için geleceğe yönelik öngörülen temettü tutarları indirgenerek dikkate alınmıştır.
Camiş Ambalaj Sanayii A.Ş. (CA)	Camiş Ambalaj Sanayii A.Ş. ("CA" ya da "Camiş Ambalaj") toplam satışlarının %65'ini Paşabahçe Fabrikaları'na, %35'ini grup dışına yapmaktadır. Projeksiyon döneminde hedeflenen yatırımlar ile kapasitenin 50m m ² 'den 65m m ² 'ye artacağı öngörülmektedir. Satışların uzun vadede %55'inin Paşabahçe Fabrikaları'na %45'inin de topluluk dışı üreticilere yapılması, kapasite artışının büyük oranda topluluk dışı satışları beslemesi hedeflenmektedir. Kağıt fiyatlarındaki değişimin, birim satış fiyatının belirlenmesinde en önemli etken olduğu anlaşılmaktadır. Camiş Ambalaj yönetiminden alınan bilgiye göre, 2019'da sektörde yaşanan kriz ve küçük oyuncuların kağıt tedarikinde sıkıntı yaşaması sonucu Camiş Ambalaj'ın avantaj sağlayarak yüksek fiyatta piyasaya satış yapabildiği anlaşılmaktadır. Fakat 2019 karlılık rakamlarının sürdürülebilir olmadığı ve 2020'den itibaren düşeceği öngörülmektedir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SISE

ANACM Hisse Grupları Arasındaki Değer Farkı

ANACM'nin üç farklı hisse grubu bulunmaktadır (A Grubu, B Grubu ve Kurucu İntifa Hisseleri). B Grubu ve Kurucu İntifa Senetleri, çoğunluk hisseleri oluşturan A Grubu'ndan kar dağıtım seviyesinde farklı imtiyazlara sahiptir. Halka açık olmayan ve kar dağıtım imtiyazlarına sahip B Grubu paylarının, A Grubu paylarından daha değerli olduğu varsayılmaktadır.

Geçmiş 10 yıllık dönem incelendiğinde, B Grubu hisselerinin kar dağıtımında sağladığı imtiyazları sayesinde, A Grubu hisselerinden 4,70 kat daha fazla kar payına hak kazandığı anlaşılmaktadır. B Grubu hisseleri, A Grubu hisselerine kıyasla daha likit oldukları için bulunan kat sayıya %20 oranında bir likidite iskontosu uygulanmıştır. Bir adet B Grubu hissenin değerinin bir adet A Grubu hissenin 3,76 (4,70 x (1-%20)) katı olacağını varsayılmaktadır.

SISE'nin ANACM'deki farklı hisse grupları altındaki payları aşağıda sunulmuştur. Buna göre SISE'nin ANACM'deki %1,66 oranındaki payının imtiyazlı B Grubu hisselerinden oluştuğu görülmektedir.

TL	Sermaye	Pay
SISE A	574.629.808	76,62%
SISE B	12.486.104	1,66%
SISE Toplam	587.115.912	78,28%
Diğer	162.884.088	21,72%
Toplam	750.000.000	100,00%

SISE'nin hisse değeri hesaplamasında imtiyazlı B Grubu hisselerinin değeri Net Varlık Yaklaşımı dışında diğer bütün yöntemlerde dikkate alınmıştır.

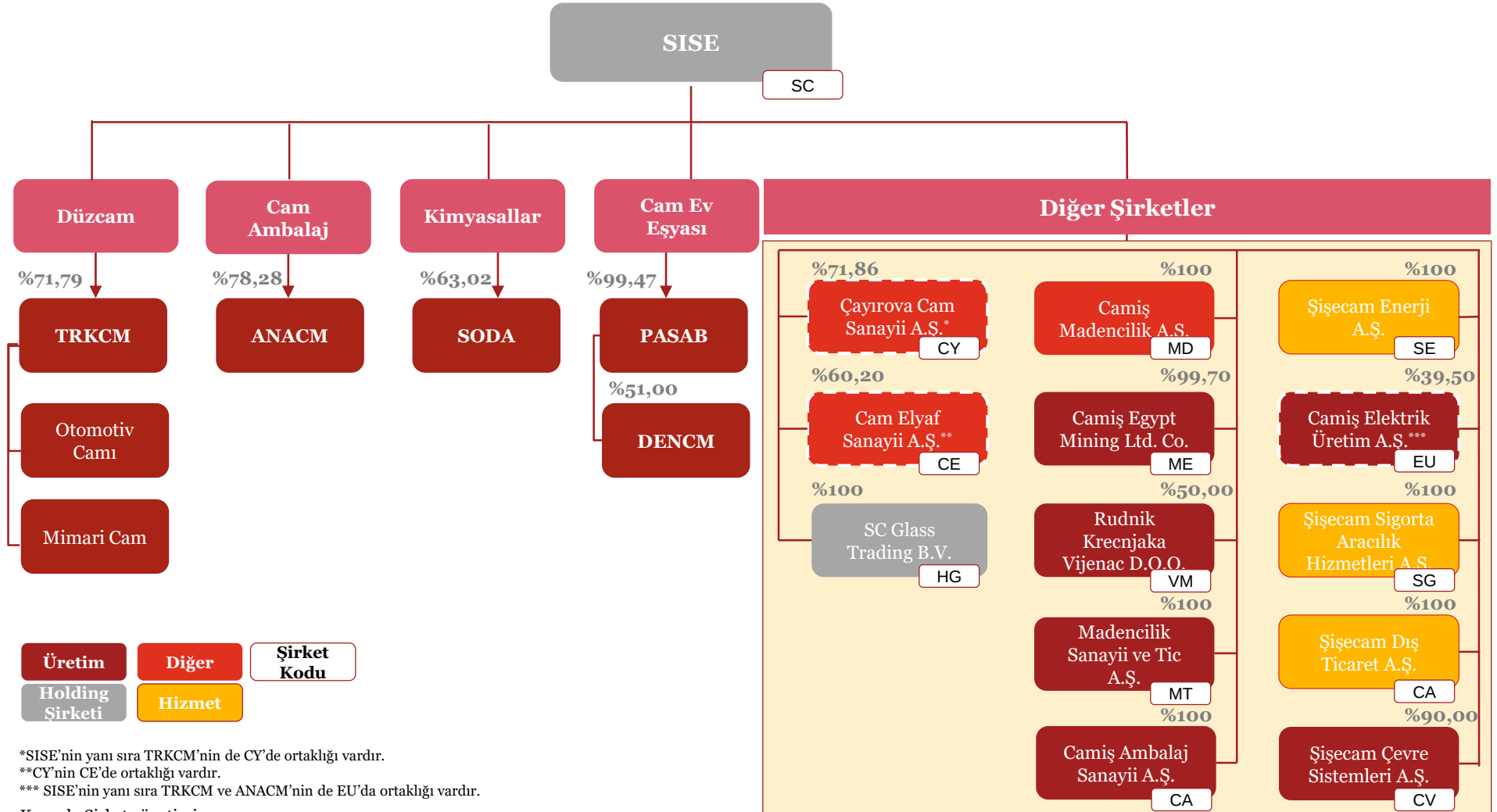
ANACM hisse grupları arasındaki değer farkının hesaplaması için lütfen 153, 154 ve 155. sayfalarında yer alan hesaplamayı inceleyiniz.

COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

COVID-19 salgının SISE şirketlerine ana iş kolları bazındaki etkileri, devrolan şirketler için yapılmış değerleme çalışmalarının anlatıldığı bölümlerde bahsedilmektedir. SISE'nin Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışmalarının "Parçaların Toplamı" Yöntemi'ne göre gerçekleştiriliyor olması sayesinde COVID-19 salgınının ana iş kolları üzerindeki etkisi SISE değerine yansıtılabilmektedir. Bu etkileri Birleşecek Şirketler'in ilgili sayfalarında bulabilirsiniz. COVID-19 salgının devrolan şirketlere etkisi üzerinden Diğer Şirketler'e de yansımaları olmaktadır. DT ve SC'nin Gelir Yaklaşımı'na göre yapılmış değerleme çalışmalarında oluşan COVID-19 ilişkili etkiler; azalan şirket gelirleri üzerinden düşen royalty geliri ve DT için azalan dış ticaret hacminden kaynaklı düşen komisyon geliri olarak tahmin edilmektedir. Ek olarak, maden operasyonları kapsamında da COVID-19 etkisi dikkate alınarak, projeksiyonlara yansıtılmıştır.

SISE Ortaklık Yapısı

Aşağıda yer alan ortaklık yapısı tablosu içerisinde SISE'nin sahip olduğu şirketler **direkt** sahiplik oranları ile gösterilmiştir. **Diğer Şirketler**, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kollarına hizmet veren şirketleri içermektedir.



*SISE'nin yanı sıra TRKCM'nin de CY'de ortaklığı vardır.

**CY'nin CE'de ortaklığı vardır.

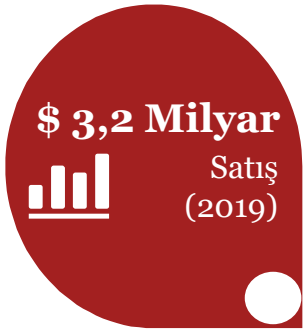
*** SISE'nin yanı sıra TRKCM ve ANACM'nin de EU'da ortaklığı vardır.

Kaynak: Şirket yönetimi

SISE

Genel Bilgiler

SISE'nin %68,86'sı Türkiye İş Bankası, %8,23'ü Efes Holding sahipliğinde, %22,33'lük kısmı ise halka açıktır. SISE, **düzcam, cam ev eşyası, cam ambalaj ve kimyasallar** ana iş kollarında 14 ülkede 22 bine yakın çalışanıyla uluslararası çapta faaliyet gösteren bir sanayi topluluğudur.



Düzcam



Cam Ambalaj



Kimyasallar



Cam Ev Eşyası



#12
Üretim
Yapılan
Ülke



~22 bin
Çalışan

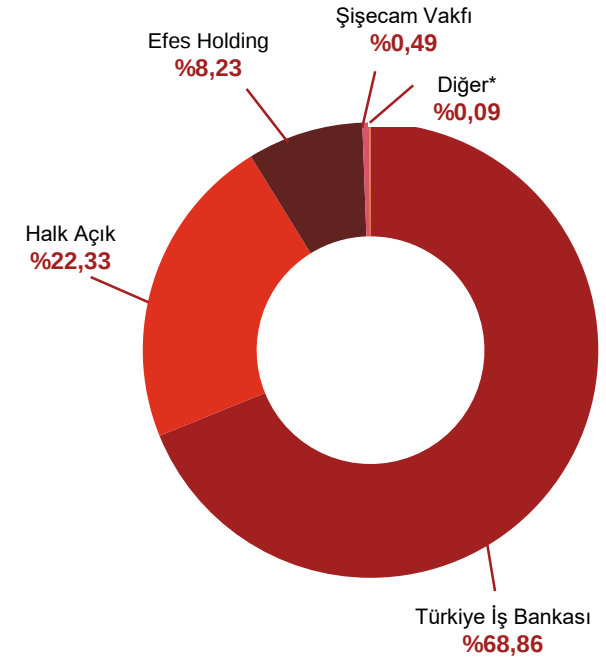


#150

İhracat
Yapılan
Ülke



Ortaklık Yapısı



*Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. ile İş Yatırım A.Ş.'nin paylarını içermektedir.

Kaynak: Şirket yönetimi

SISE

Ana İş Kolları (1/2)

SISE, faaliyet gösterdiği bütün alanlarda Avrupa'da ilk 5, dünyada ilk 10 üretici arasındadır. Topluluk, bazik krom sülfat üretiminde dünya lideri konumundadır.

		Düzcam	Cam Ambalaj	Cam Ev Eşyası	Kimyasallar
Faaliyet Alanı 		Mimari camlar ve otomotiv camları	Gıda, içecek, kozmetik sektörlerine cam ambalaj üretimi	Cam ev eşyası üretimi, kağıt karton ambalaj üretimi ve perakende mağazacılık	Soda ve türevleri, krom kimyasalları, endüstriyel hammaddeler, Vitamin K3
Girdi Sağladığı Sektörler 		İnşaat, otomotiv, güneş enerjisi ve beyaz eşya	Gıda, içecek, ecza ve kozmetik	Ev, ikram ve endüstri	Cam, deterjan, deri sanayi, hayvan yemleri, seramik, inşaat, otomotiv, denizcilik, rüzgâr türbin kanatları
Dünya Sıralaması 		Dünyada 5. ve Avrupa'da 1. sırada	Dünyada ve Avrupa'da 5. sırada	Dünyada 3. ve Avrupa'da 2. sırada	Dünyada 8. ve Avrupa'da 4. sırada
2019 Net Satışlar 		6,7 milyar TL	4,3 milyar TL	3,0* milyar TL	4,6* milyar TL

Kaynak: Şirket yönetimi *Camış Ambalaj, Cam Ev Eşyası grubu içerisinde, Maden şirketleri de Kimyasallar grubu içerisinde gösterilmiştir.

SISE

Ana İş Kolları (2/2)

SISE, faaliyet gösterdiği bütün alanlarda Avrupa'da ilk 5, dünyada ilk 10 üretici arasındadır. Topluluk, bazik krom sülfat üretiminde dünya lideri konumundadır.

		Düzcam	Cam Ambalaj	Cam Ev Eşyası	Kimyasallar
Türkiye Üretim Tesisleri # 		#7 tesis	#3 tesis	#7 tesis #52 mağaza	#7 tesis
Yurt Dışı Üretim Tesisleri # 		#12 tesis	#6 tesis	#4 tesis #3 mağaza	#5 tesis
Kapasite 		3,2m ton düz cam 3,5m araç-set oto cam 15m adet enkapsüle cam	2,4m ton	-	2,4m ton soda 128bin ton Bazik Krom Sülfat (BCS)
Üretim 		2,5m ton mimari cam 11m m ² otcam 12m adet enkapsüle cam	2,2m ton	358bin ton	2,4m ton soda 100bin ton BCS 45,7bin ton cam elyafı 3,9m ton endüstriyel hammadde

Kaynak: Şirket yönetimi *Camış Ambalaj, Cam Ev Eşyası grubu içerisinde, Maden şirketleri de Kimyasallar grubu içerisinde gösterilmiştir.

SISE

Önemli Tarihsel Gelişmeler

2000-2014	2014-2020
<i>Şişecam, 2000 – 2014 döneminde aktif olduğu bölgelerde pazar paylarını arttırarak ve stratejik ortaklıkları kurarak bölgesel lider konumuna gelmiştir.</i> Düzcam - Yurtiçinde kapasite artırıcı yatırımlar ve yeni fırın yatırımları - Saint Gobain ile Rusya ve Mısır'da ortak projeler geliştirme kararı doğrultusunda ortak girişim kurulması - Bulgaristan, Romanya ve Rusya'da yeni tesis yatırımları - Hindistan'da HNG Float Glass Limited ile %50 ortaklık - Fritz GmbH'in satın alımı Cam Ambalaj - Mersin, Topkapı ve Çayırova Fabrikaları'nın Anadolu Cam altında birleşmesi - Rusya ve Ukrayna'da fabrika kapasitesi artırıcı yatırımlar ve satın alımlar - Türkiye ve Gürcistan'da kapasite artırım ve yeni fırın yatırımları 500 bin ton üretim kapasite barajının ilk defa aşılması Kimyasallar - Soda Sanayii A.Ş.'nin halka arzı, yurt içinde kapasite artırıcı yatırımlar - Cromital ile %50 ortaklık - Bosna Hersek'te soda üretimi yapan Lukavac Soda Fabrikası (FSL) ile ortaklık - Uluslararası Finans Kurumu'ndan (IFC) Soda Sanayii A.Ş.'nin %2,65 hissesini alarak Şişecam Topluluğu'na yatırım Cam Ev Eşyası - ABD, Rusya ve diğer ülkelerde temsilcilikler açılması, ilk yurt dışı mağaza - Posuda Ltd. satın alımı ve kapasite artırıcı yatırımlar - Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası'nın (EBRD), Paşabahçe Cam Sanayii A.Ş.'nin %15,44 hissesini alarak Şişecam Topluluğu'na yatırım yapması	<i>2014 sonrası dönemde Şişecam, sektöründe küresel en büyük 3 oyuncu arasında yerini pekiştirmiştir.</i> Düzcam - Rusya ve Bulgaristan'da kapasite artırıcı yatırımlar - Yurtiçi tesislerde kapasite artışına yönelik yatırımlar ve yeni fırın yatırımları - İtalya'da iki adet yeni tek fırınlı tesis yatırımı ve toplam kapasite olarak Avrupa'nın en büyük düzcam üreticisi konumuna erişim - HNG Float Glass Limited'in kalan %50'lik payının satın alımı Cam Ambalaj - Yurtiçi tesislerde kapasite artışına yönelik yatırımlar ve yeni fırın yatırımları - Rusya'daki cam ambalaj faaliyetlerinin ortağı Sudel'den Ruscam paylarının satın alınması ve karşılığında Rusya'daki kum şirketlerinin Sudel'e devri 2018 yılında Türkiye'deki üretim kapasitesinin 1,2m tona ulaşması Kimyasallar - Türkiye ve Bosna Hersek'te kapasite artırma yatırımları - Ciner Grubu ile ABD'de doğal soda külü üretim tesisi kurmak üzere %50 ortaklık anlaşması imzalanması Cam Ev Eşyası - Mısır'da Pearl for Glass Manufacturing şirketinden varlık satın alımı ve Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E.'nin kurulması - EBRD'nin PASAB'daki %14,85'lik payının SISE tarafından satın alımı

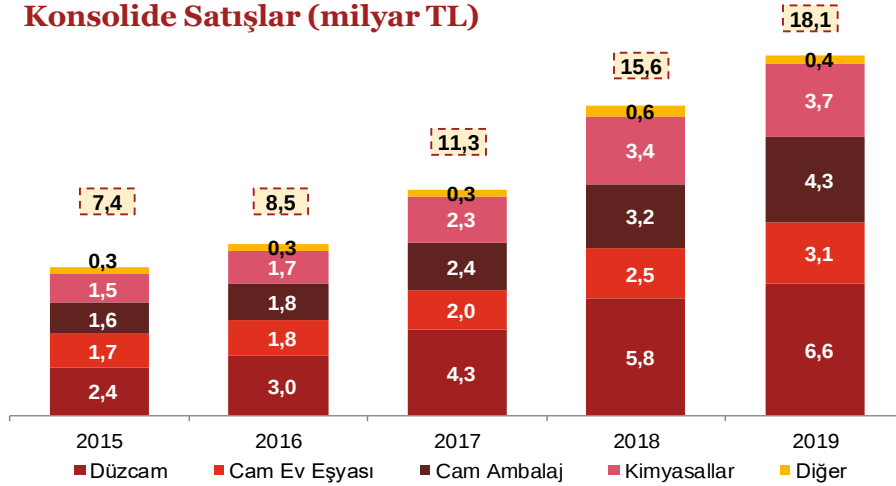
Kaynak: Şirket yönetimi

SISE

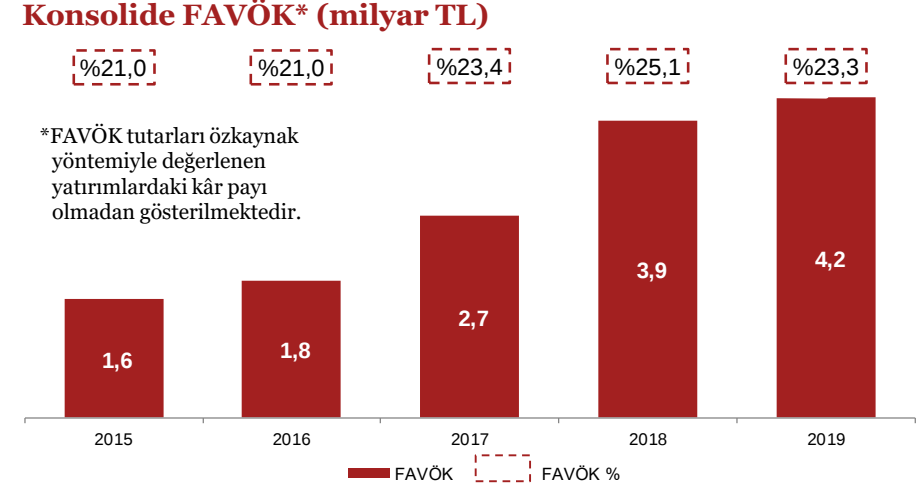
Temel Finansal Göstergeler

SISE, yaptığı küresel atılımlar doğrultusunda satışlarının yaklaşık %60'ını yurt dışında gerçekleştirmektedir. Topluluk finansallarında, madencilik faaliyetleri **Kimyasallar** ana iş kolunun altında gösterilmektedir. Raporun ilerleyen sayfalarında, madencilik faaliyetleri, **Diğer Şirketler** altında dikkate alınmaktadır.

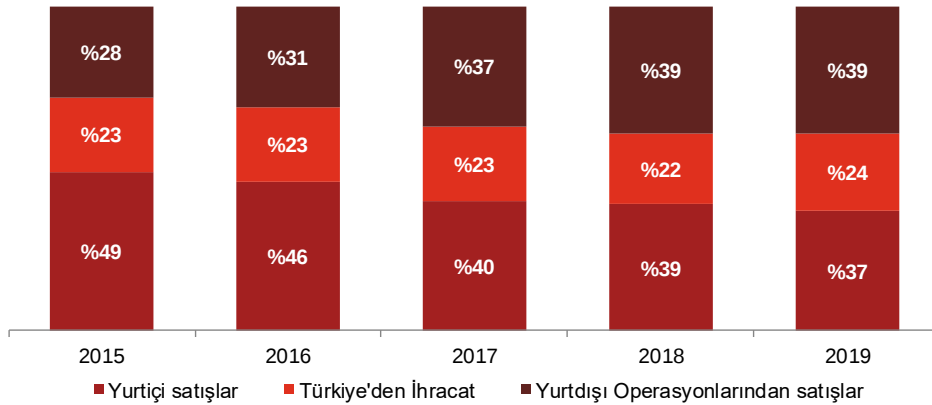
Konsolide Satışlar (milyar TL)



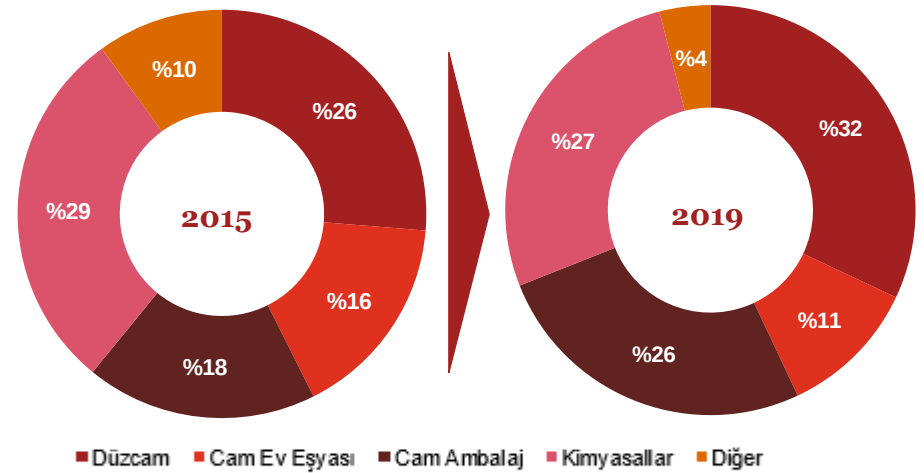
Konsolide FAVÖK* (milyar TL)



Satışların Coğrafi Kırılımı



Konsolide FAVÖK Dağılımı



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (1/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Faaliyetlerin Tanımı

Şişecam Holding - SC

Şişecam Holding, topluluk bünyesindeki şirketleri yönetmektedir. Holding gelirlerini oluşturan başlıca kalemler; grup şirketlerinin grup dışı satışları üzerinden toplanan royalti ödemeleri, topluluk şirketlerine sağlanan merkezi hizmet yansımaları ve garantörlük gelirleridir. Şişecam Holding'in aynı zamanda bağlı ortaklık ve iştiraklerinden önemli seviyede temettü geliri de vardır. Şirketler, grup dışı satışlarının %1,75'ini royalti ödemesi olarak bağlı bulundukları ana grup kuruluşuna yapmakta, Şişecam Holding ise sadece Trakya Cam Sanayii, Şişecam Otomotiv A.Ş., Anadolu Cam Sanayii, Ruscam Glass Packaging Holding ve Soda Sanayii A.Ş.'den konsolide satışlar üzerinden royalti toplamaktadır.

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	196	258	477
FAVÖK	20	10	140
FAVÖK Marjı	%10,0	%4,0	%29,4
Toplam Varlıklar	3.518	4.840	6.196
Özsermaye	2.719	3.152	3.479

Camiş Madencilik- MD

Şişecam Kimyasallar bünyesinde faaliyet gösteren Camiş Madencilik A.Ş., sahip olduğu endüstriyel hammadde kaynakları ile yurt içi ve yurt dışında topluluğa bağlı cam, cam elyaf ve soda fabrikalarının hammadde ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Türkiye'nin çeşitli bölgelerinde yaklaşık 70 adet maden sahasında ve 18 hammadde hazırlama ve zenginleştirme tesisinde faaliyetlerini sürdürmektedir.

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	246	333	412
FAVÖK	35	51	65
FAVÖK Marjı	%14,1	%15,4	%15,7
Toplam Varlıklar	283	333	416
Özsermaye	222	262	318

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (2/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Faaliyetlerin Tanımı

Camiş Ambalaj - CA

Topluluk kuruluşlarının kağıt-karton ambalaj ihtiyaçlarını karşılamak üzere kurulan, Camiş Ambalaj Sanayi A.Ş. topluluk içinde yer alan Cam Ev Eşyası grubunun ambalaj ihtiyaçlarını karşılamakla birlikte topluluk dışı diğer üreticilere de satış yapmaktadır. 2019 yılı itibarıyla 50m m² olan toplam üretim kapasitesinin hedeflenen yeni yatırımlarla birlikte kademeli olarak 65m m²'ye ulaşması hedeflenmektedir

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	107	158	173
FAVÖK	15	22	30
FAVÖK Marjı	%14,2	%14,1	%17,5
Toplam Varlıklar	223	247	238
Özsermaye	179	181	200

Şişecam Enerji - SE

Şişecam Enerji 2014 yılında Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun mevzuatı çerçevesinde elektrik ve doğalgaz piyasasında faaliyet göstermek üzere kurulmuştur. Şişecam Enerji, ilgili mevzuatlara uygun olarak, elektrik enerjisi ve doğalgaz toptan ticareti yapmaktadır. Şişecam Enerji; spot piyasadan ya da ikili alım anlaşması olan tedarikçilerden satın aldığı elektrik ve doğalgazı topluluk dışı ve içi şirketlere satmaktadır.

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	728	729	897
FAVÖK	11	23	20
FAVÖK Marjı	%1,5	%3,2	%2,2
Toplam Varlıklar	92	200	172
Özsermaye	21	31	69

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (3/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Faaliyetlerin Tanımı

Çevre Sistemleri - CV

Geri dönüşüm sektörünün sanayileşmesinde öncü olmak, cam toplama ve geri dönüşüm şirketlerini modernizasyonunu hızlandırmak ve geri dönüşüm, toplama, iletişim çalışmaları, tedarikçilerin kurumsal yapıya kavuşturulması ve kalite, çevre ve iş güvenliği sistemleri gibi konularda sektöre danışmanlık hizmeti vermek adına 2016 yılında %10 EBRD ortaklığı ile kurulmuştur.

Dış Ticaret - DT

Şişecam Dış Ticaret, ihracat atılımında Şişecam Topluluğu'na destek olmak ve dış ticaret etkinliklerini örgütlemek adına kurulmuştur. Tüm ihracatın tek bir çatı altında gerçekleşmesinden doğan sinerjileri ve bilgi birikimini kullanmakta olan Şişecam Dış Ticaret, 2019 yılında Türkiye İhracatçılar Meclisi tarafından "Çimento, Cam, Seramik ve Toprak Ürünleri" kategorisinde ihracat lideri seçilmiştir.

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	22	36	62
FAVÖK	5	1	6
FAVÖK Marjı	%22,1	%2,4	%10,3
Toplam Varlıklar	73	77	133
Özsermaye	66	68	89

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	2.861	3.789	4.674
FAVÖK	7	15	6
FAVÖK Marjı	%0,3	%0,4	%0,1
Toplam Varlıklar	772	1.178	1.355
Özsermaye	43	51	56

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (4/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Faaliyetlerin Tanımı

Şişecam Sigorta - SG

Topluluğun sigorta anlaşmalarını yürütmek üzere kurulan Şişecam Sigorta brokerlik faaliyetlerinde bulunmaktadır. Günümüzde sadece topluluk çalışanlarının bireysel sigortaları ve bazı topluluk şirketlerine dar kapsamlı sigorta ihtiyaçları konusunda hizmet vermektedir.

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	4	4	4
FAVÖK	3	2	3
FAVÖK Marjı	%71,9	%61,6	%59,8
Toplam Varlıklar	20	10	11
Özsermaye	16	7	7

Camiş Elektrik - CE

1997 yılında topluluk üretim şirketlerinin elektrik ihtiyaçlarının teminini güvence altına almak, şebekeden temin edilen elektriğin kalitesiyle ilgili olumsuzlukların giderilmesini sağlamak, üretim kayıplarının azaltmak ve elektriği şebekeden alınana kıyasla daha ucuza üreterek maliyet avantajı sağlamak amacıyla 31 MW gücünde Trakya Santrali kurulmuştur. Topluluğun bölgedeki cam ev eşyası ve düz cam fabrikaları, santrale direk bağlı olup, elektrik ihtiyaçlarını buradan sağlamaktadırlar.

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	54	68	74
FAVÖK	5	7	2
FAVÖK Marjı	%8,4	%9,9	%3,0
Toplam Varlıklar	77	83	71
Özsermaye	64	73	60

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (5/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Faaliyetlerin Tanımı

Madencilik Sanayii - MT

Şişecam Kimyasallar bünyesinde faaliyet gösteren Madencilik A.Ş., Camiş Madencilik ile birlikte çalışarak grubun hammadde ihtiyaçlarını karşılamaktadır. 2019 yılı itibarıyla şirkete ait 11 adet ruhsat bulunmakta olup bir kısmında üretim gerçekleşmekte, bir diğer kısmında ise rödevans geliri elde edilmektedir.

Rudnik Krecnjaka Vijenac - VM

2010 yılında Bosna Hersek Federasyonu'na bağlı Tuzla Kantonu'nda bulunan R.K. Vijenac D.O.O. Kireçtaşı İşletmesi hisselerinin tamamı Camiş Madencilik A.Ş. ve Avusturyalı Fabrika Cementa Lukavac ortak girişimi tarafından satın alınmıştır. Tesis, çimento ve soda sektörlerine yönelik kireç taşı hammaddeyi üretmektedir.

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	6	6	8
FAVÖK	0	1	1
FAVÖK Marjı	%7,5	%10,5	%12,9
Toplam Varlıklar	3	4	5
Özsermaye	1	2	2

(m BAM)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	10	10	10
FAVÖK	2	2	2
FAVÖK Marjı	%19,2	%21,5	%17,5
Toplam Varlıklar	28	27	27
Özsermaye	24	25	26

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (6/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Faaliyetlerin Tanımı

Camiş Egypt Mining - ME

Camiş Madencilik A.Ş. tarafından 1999 yılında Mısır'da Camiş Egypt Mining Co. şirketi kurulmuştur. Şirketin Mısır'da ruhsatlı sahaları bulunmakla birlikte mevcut durumda üçüncü şahıslardan hammadde alınarak Zafarana tesisinde işlenmekte ve topluluk cam fabrikalarına silis kumu sevk edilmektedir. Topluluğun düşük demirli kum ihtiyacı Mısır'dan sağlanmaktadır.

Cam Elyaf Sanayii - CE

Cam Elyaf Sanayii Şişecam grubunun bir kuruluşu olup, 1976 yılında cam elyafı üretimi için kurulmuştur. 2019 yılında faaliyetlerine ara veren Cam Elyaf Sanayii, elinde bulundurduğu kıymetli madenleri, topluluğun cam elyaf konusunda aktivitelerini devam ettiren Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş.'ye kiralamaktadır.

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	23	26	40
FAVÖK	1	1	1
FAVÖK Marjı	%5,6	%2,7	%1,7
Toplam Varlıklar	4	3	6
Özsermaye	2	2	3

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	205	190	39
FAVÖK	57	53	(2)
FAVÖK Marjı	%27,6	%27,9	(%4,6)
Toplam Varlıklar	301	312	405
Özsermaye	247	278	381

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler (7/7)

Diğer Şirketler, SISE'nin ana iş kolları dışında kalan ve bu iş kolları içerisindeki şirketlere hizmet veren şirketleri içermektedir. **Diğer Şirketler**, topluluğa yönetsel, operasyonel ve finansal destek veren şirketlerin yanı sıra, hammadde ve enerji gibi üretim girdilerini sağlayan şirketleri de içermektedir.

Çayirova Cam Sanayii - CY

Faaliyetlerin Tanımı

1959 yılında Türkiye'nin ilk düzcam üretimini gerçekleştirmek üzere kurulmuştur. Şirketin 24.11.2004 tarihli Yönetim Kurulu kararıyla 2004 yılı sonu itibariyle üretim faaliyetine son verilmesi kararlaştırmıştır. Bu karar doğrultusunda yıl sonunda uygulamaya geçilerek fırınlar soğutulmuş ve üretim faaliyeti sona erdirilmiştir. Şirketin önemli varlıkları arasında, Çayirova'da bulunan yatırım amaçlı gayrimenkuller yer almaktadır.

Finansal Göstergeler

(m TL)	MY17	MY18	MY19
Satışlar	-	-	-
FAVÖK	0	(1)	(8)
FAVÖK Marjı	%0,0	%0,0	%0,0
Toplam Varlıklar	102	421	519
Özsermaye	101	391	486

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SİSE

Geçmiş Finansal Tablolar (1/3)

SİSE'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

m TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	3.439	3.164	8.369
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	95	222	426
Ticari Alacaklar	2.338	3.235	3.572
Stoklar	2.141	3.006	3.831
Diğer Alacaklar	38	49	275
Diğer Dönen Varlıklar	314	639	742
Dönen Varlıklar	8.365	10.315	17.216
Finansal Yatırımlar	1.784	2.384	2.537
Türev Araçlar	1	-	90
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	712	627	711
2 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	583	730	772
3 Maddi Duran Varlıklar	9.200	12.177	14.685
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	161	580	630
Ertelenmiş Vergi Varlığı	329	779	1.094
Diğer Duran Varlıklar	172	216	1.016
Duran Varlıklar	12.943	17.494	21.535
Toplam Varlıklar	21.307	27.809	38.751
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.976	3.676	5.274
Ticari Borçlar	1.152	1.657	2.093
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	61	70	86
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	584	602	737
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.773	6.005	8.191
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	3.941	4.334	10.595
Diğer Borçlar	3	1	31
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	528	756	801
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.472	5.090	11.426
Özkaynaklar	13.062	16.713	19.133
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	21.307	27.809	38.751

1 SİSE 2019 yılı içerisinde nominal tutarı toplam 700m \$ olan 6 ayda bir faiz kupon ödemesi olan iki adet tahvil ihraç etmiştir. İhraç edilen tahvil topluluk şirketlerine garantör oldukları oran doğrultusunda dağıtılarak ilgili tutarın bir kısmı grup şirketlerinin finansman ihtiyacını karşılamak için kullanılırken geri kalan kısmı ise nakit ve nakit benzerleri ve finansal varlıklar içerisinde değerlendirilmektedir. Grup bilanço tarihi itibarıyla 8 milyar TL tutarında 3 aydan kısa vadeli mevduat bulundurmaktadır. 3 aydan kısa süreli mevduatların %54' lük kısmı \$, %31' lik kısmı €, %8' lik kısmı ise TL cinsden yer alırken %7' lik kısmı diğer yabancı para birimlerinden oluşmaktadır.

2 Söz konusu gayrimenkullerin gerçeğe uygun değeri, konuyla ilgili sermaye piyasası gayrimenkul değerlendirme lisansına sahip uzmanlar tarafından her yıl sonunda yapılan değerlendirmelere dayanmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin tamamı Türkiye'dedir. Bu gayrimenkullerin 302m TL'sini, Şişecam Holding'in sahibi olduğu Beykoz mevkiinde bulunan eski fabrika arazileri, 350m TL'sini ise Çayırova Cam Sanayii'nin sahibi olduğu Çayırova mevkiinde bulunan eski fabrika arazileri oluşturmaktadır.

3 Şişecam grup şirketleri büyüme hedefleri doğrultusunda 2019 yılında 2,3 milyar TL tutarında yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Bu yatırım harcamalarının yaklaşık 180m € kadarlık kısmı Düzcamlar grubunun yeni fırın ve makine ekipman yatırımlarından, 890m TL'lik kısmı Cam Ambalaj grubunun Türkiye, Rusya ve Gürcistan'daki fabrikalarının modernizasyonu, kapasite artışı ve iyileştirme yatırımlarından oluşmaktadır. Ayrıca Kimyasallar grubunun ABD'deki yatırımı doğrultusunda 284m TL'lik yatırım harcaması gerçekleştirilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE

Geçmiş Finansal Tablolar (2/3)

SISE'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

m TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.439	3.164	8.369
Kısa Vadeli Finansal Yatırımlar	95	222	426
Ticari Alacaklar	2.338	3.235	3.572
Stoklar	2.141	3.006	3.831
Diğer Alacaklar	38	49	275
Diğer Dönen Varlıklar	314	639	742
Dönen Varlıklar	8.365	10.315	17.216
Finansal Yatırımlar	1.784	2.384	2.537
Türev Araçlar	1	-	90
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	712	627	711
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	583	730	772
Maddi Duran Varlıklar	9.200	12.177	14.685
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	161	580	630
Ertelenmiş Vergi Varlığı	329	779	1.094
4 Diğer Duran Varlıklar	172	216	1.016
Duran Varlıklar	12.943	17.494	21.535
Toplam Varlıklar	21.307	27.809	38.751
5 Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1.976	3.676	5.274
Ticari Borçlar	1.152	1.657	2.093
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	61	70	86
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	584	602	737
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.773	6.005	8.191
5 Uzun Vadeli Finansal Borçlar	3.941	4.334	10.595
Diğer Borçlar	3	1	31
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	528	756	801
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.472	5.090	11.426
Özkaynaklar	13.062	16.713	19.133
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	21.307	27.809	38.751

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

4 SISE 2019 yılında, Park Holding şirketlerinden Imperial Natural Resources Trona Mining Inc. şirketi ile ABD'nin Wyoming eyaleti Green River bölgesinde çözelti madenciliği metoduyla yıllık 2,5m ton soda ve 200 bin ton sodyum bikarbonat olmak üzere toplamda 2,7m ton kapasiteli doğal soda yatırımı yapmak üzere eşit hissedarlık yapısı ile bir üretim ortaklığı hususunda sözleşme imzalamıştır. Bu kapsamda yapılan iş geliştirme bedeli (440m TL) diğer duran varlıklar altında yer almaktadır. Diğer duran varlıklar bakiyesinin geri kalan kısmı yoğunluklu olarak yatırım harcamaları için verilmiş ve vadesi 1 yıldan fazla süreli olan avansları içermektedir.

5 SISE'nin dönem sonu itibariyle toplam 15,8 milyar TL'lik finansal borcu bulunmaktadır. Finansal borçların 9 milyar TL'lik kısmı banka kredilerinden oluşurken 6 milyar TL'lik kısmı ise tahvil yoluyla ihraç edilen borçlanmalardan meydana gelmektedir. Şişecam grubunun finansal borçlarının %39'u \$ cinsinden olup etkin faiz oranı %3,90, %29'u EUR cinsinden olup etkin faiz oranı %2,3, %20 ise TL cinsinden olup etkin faiz oranı %12,75'tir.

SISE

Geçmiş Finansal Tablolar (3/3)

SISE'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş TMS/TFRS Gelir Tabloları

m TL	MY17	MY18	MY19
1 Net Satışlar	11.318	15.550	18.059
Satışların Maliyeti	(7.688)	(10.389)	(12.179)
Brüt Kar	3.630	5.161	5.880
Genel Yönetim Giderleri	(725)	(884)	(1.038)
Pazarlama Giderleri	(1.370)	(1.866)	(2.311)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(57)	(75)	(74)
2 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	552	1.127	847
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(346)	(606)	(473)
(+) Amortisman	968	1.049	1.375
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlardaki Kar Payı	172	133	96
FAVÖK	2.824	4.037	4.302
(-) Amortisman	(968)	(1.049)	(1.375)
FVÖK	1.856	2.989	2.927
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	344	1.128	647
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(49)	(270)	(88)
Finansman Gelirleri	1.025	2.058	2.029
Finansman Giderleri	(1.234)	(2.431)	(2.927)
TFRS-9 Değer Düşüklüğü Kazancı / (Zararı)	-	(60)	8
İştirak Pay Alımı Sonucu Oluşan Kazanç (Zarar)	-	(90)	-
Gerçeğe Uygun Değer Farkı	-	138	-
Vergi Öncesi Kar	1.942	3.462	2.596
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	(225)	(510)	(283)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	20	415	387
Dönem Karı (Zararı)	1.737	3.366	2.700

1 SISE 2019'da 5,1 ton cam, 2,4m ton soda, 3,9m ton endüstriyel hammadde üretimi gerçekleştirirken satışlarını da bir önceki yıla göre %16 artırarak 18 milyar TL'ye yükseltmiştir. Topluluğun gerçekleştirdiği satışların %37'si (6,6 milyar TL) Türkiye satışlarından oluşurken %63'ü Türkiye'den yapılan ihracattan ve Türkiye dışı üretimden gerçekleşen satışlardan oluşmaktadır.

2 Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler ağırlıklı olarak; faaliyetlere ilişkin kur farkı gelir / giderler, vade farkı gelir / giderleri, hammadde ve malzeme satış karları / zararlarından oluşmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE

Değerleme Sonuçları

SISE'nin 4 farklı değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Değeri) kapsamında oluşan değerlendirme sonuçları aşağıdaki tabloda özet olarak sunulmuştur.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Değeri	Açıklama
Gelir Yaklaşımı 	21.009 m TL	TRKCM, ANACM, SODA, PASAB ve DENCM için Gelir Yaklaşımı kapsamında tahmin edilmiş hisse değerleri SISE'nin efektif sahiplik oranı dikkate alınarak "Parçaların Toplamı" yöntemine dahil edilmiştir. Faaliyeti olan Diğer Şirketler için "İNA" yöntemi, faaliyeti olmayan Diğer Şirketler için ise "NVY" yöntemi uygulanmıştır.
Piyasa Yaklaşımı 	22.006 m TL	TRKCM, ANACM, SODA, PASAB ve DENCM için Piyasa Yaklaşımı kapsamında tahmin edilmiş hisse değerleri SISE'nin efektif sahiplik oranı dikkate alınarak "Parçaların Toplamı" yöntemine dahil edilmiştir. Faaliyeti olan Diğer Şirketler için "İNA" yöntemi, faaliyeti olmayan Diğer Şirketler için ise "NVY" yöntemi uygulanmıştır.
Net Varlık Yaklaşımı 	14.480 m TL	Grubun bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına göre 31.12.2019 itibarıyla hazırlanmış konsolide bilançosunda sunulan özkaynak tutarı düzeltilerek dikkate alınmıştır.
Borsa Değeri 	11.461 m TL	SISE'nin günlük ağırlıklı ortalama hisse fiyatının pay adedi ile çarpılması sonucu bulunan piyasa değerinin son 1 yıllık (31 Ocak 2019-30 Ocak 2020) ortalaması dikkate alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla dağıtılması/toplanması planlanan temettüler de Borsa Değeri kapsamında dikkate alınmıştır.

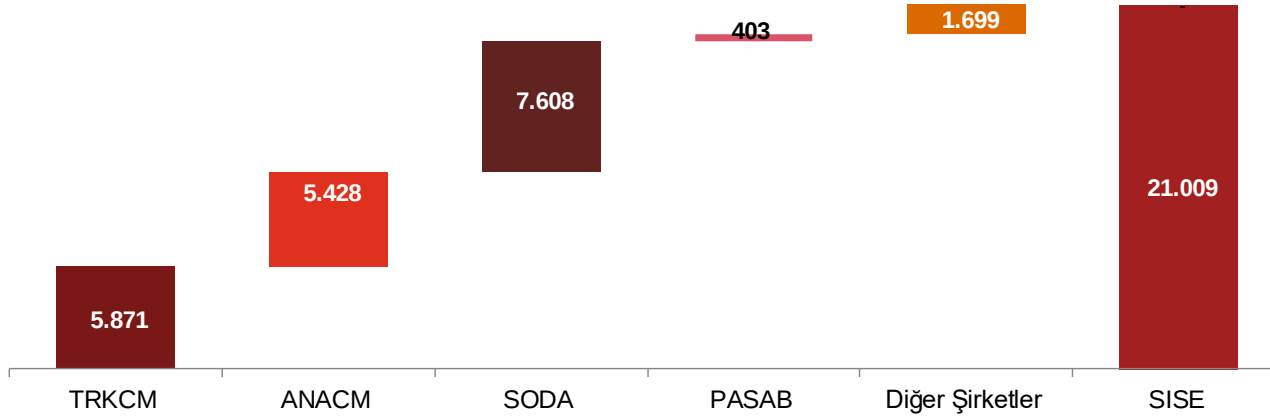
Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

SISE

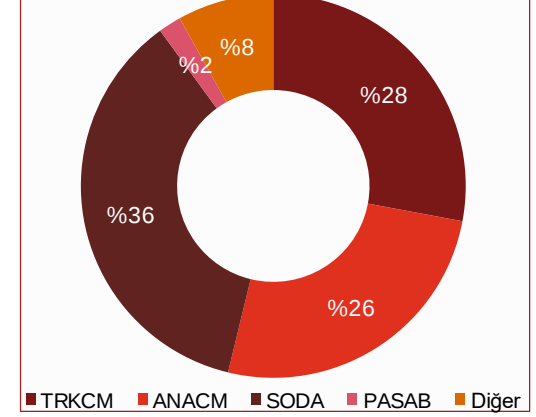
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **21,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												
m TL	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME	CE,CY, HG*	Toplam
Şirket Değeri	9.202	8.736	8.190	1.705	565	433	141	43	70	51	22	15	14	9	3	-	29.198
Net Nakit/(Borç)					(807)	107	(4)	42	1	16	26	2	6	-	1	-	(610)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					302	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	302
Vergi Varlığı					43	14	-	-	-	4	2	-	-	-	-	-	62
Temettü Ödemesi (-)					(320)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-	-	(323)
Temettü Geliri (+)					386	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	386
Hisse Değeri	8.178	6.850	12.074	405	170	553	137	85	71	71	50	17	17	9	4	864	29.556
Efektif Hisse Oranı	%71,79	%78,28	%63,02	%99,47	%100,0	%100,0	%100,0	%39,48	%100,0	%100,0	%90,00	%100,0	%100,0	%50,00	%99,70	-	-
ANACM B Grubu Payları Değer Farkı**	-	65	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65
Hisse Değeri - SISE	5.871	5.428	7.608	403	170	553	137	34	71	71	45	17	17	5	4	576	21.009

*CE, CY ve HG'nin değeri Net varlık Yaklaşımı'na göre tahmin edilmiştir

**Hesaplamaların detayları için lütfen 153, 154 ve 155. sayılarda yer alan ANACM hisse grupları arasındaki değer farkı hesaplamasını inceleyiniz.

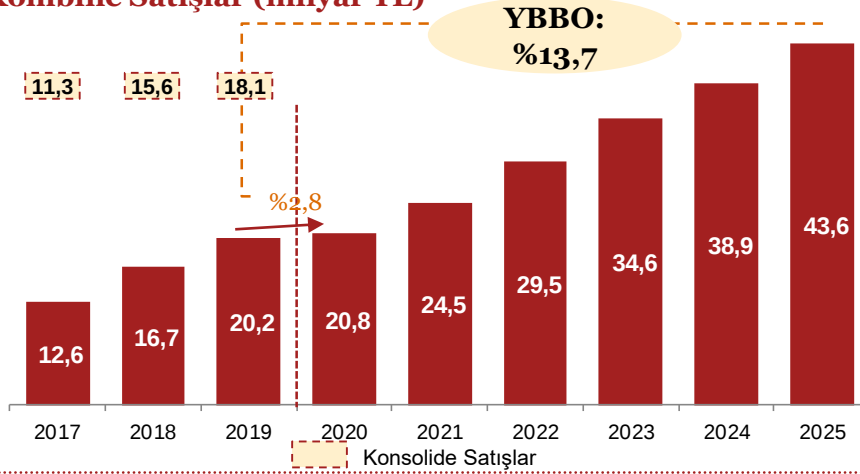
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE

Gelir Yaklaşımı

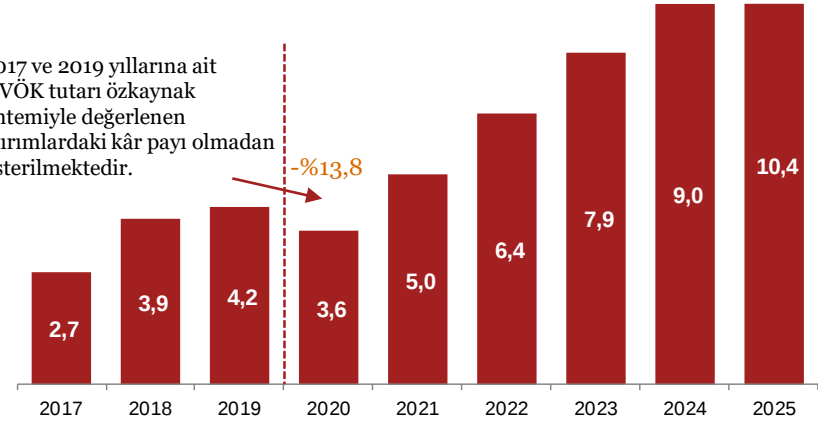
SISE'nin kombine satışlarının 2019-2025 arasında yıllık ortalama **%13,7** büyümesi beklenmektedir. 2019 ve 2020 yıllarında yaklaşık **4 milyar TL** seviyesinde gerçekleşmesi beklenen konsolide FAVÖK'ün 2025 yılında **10 milyar TL** seviyesine çıkacağı öngörülmektedir.

Kombine Satışlar (milyar TL)

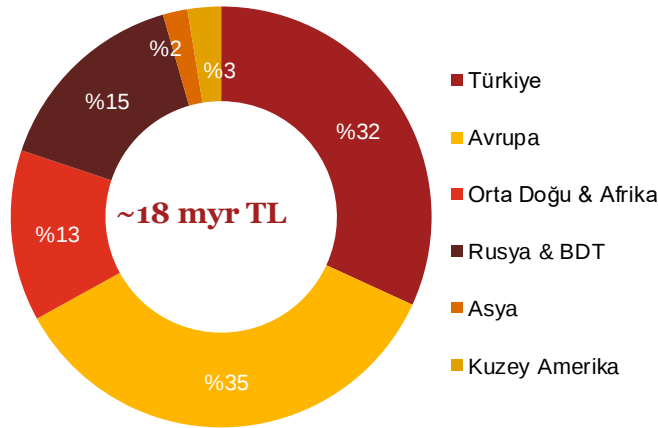


Konsolide FAVÖK* (milyar TL)

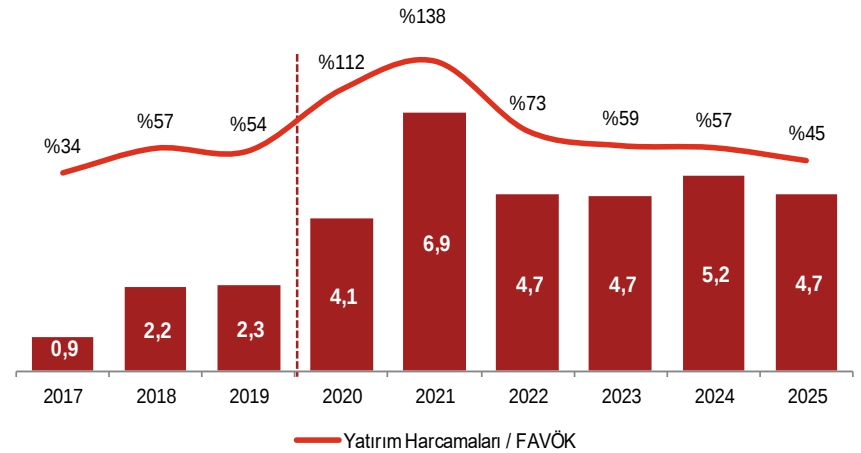
*2017 ve 2019 yıllarına ait FAVÖK tutarı öz kaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardaki kâr payı olmadan gösterilmektedir.



Konsolide Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



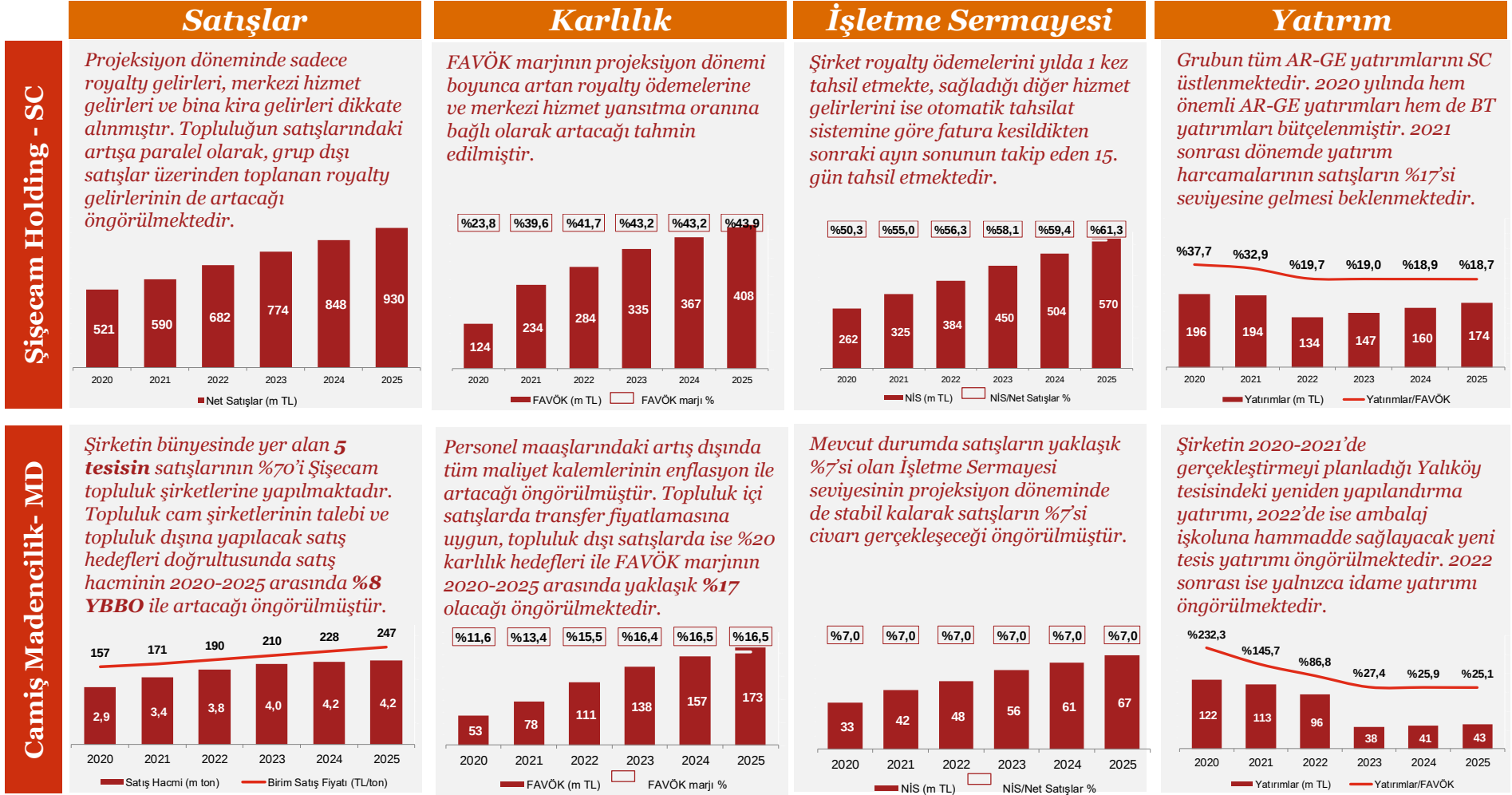
Yatırımlar (milyar TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (1/5)

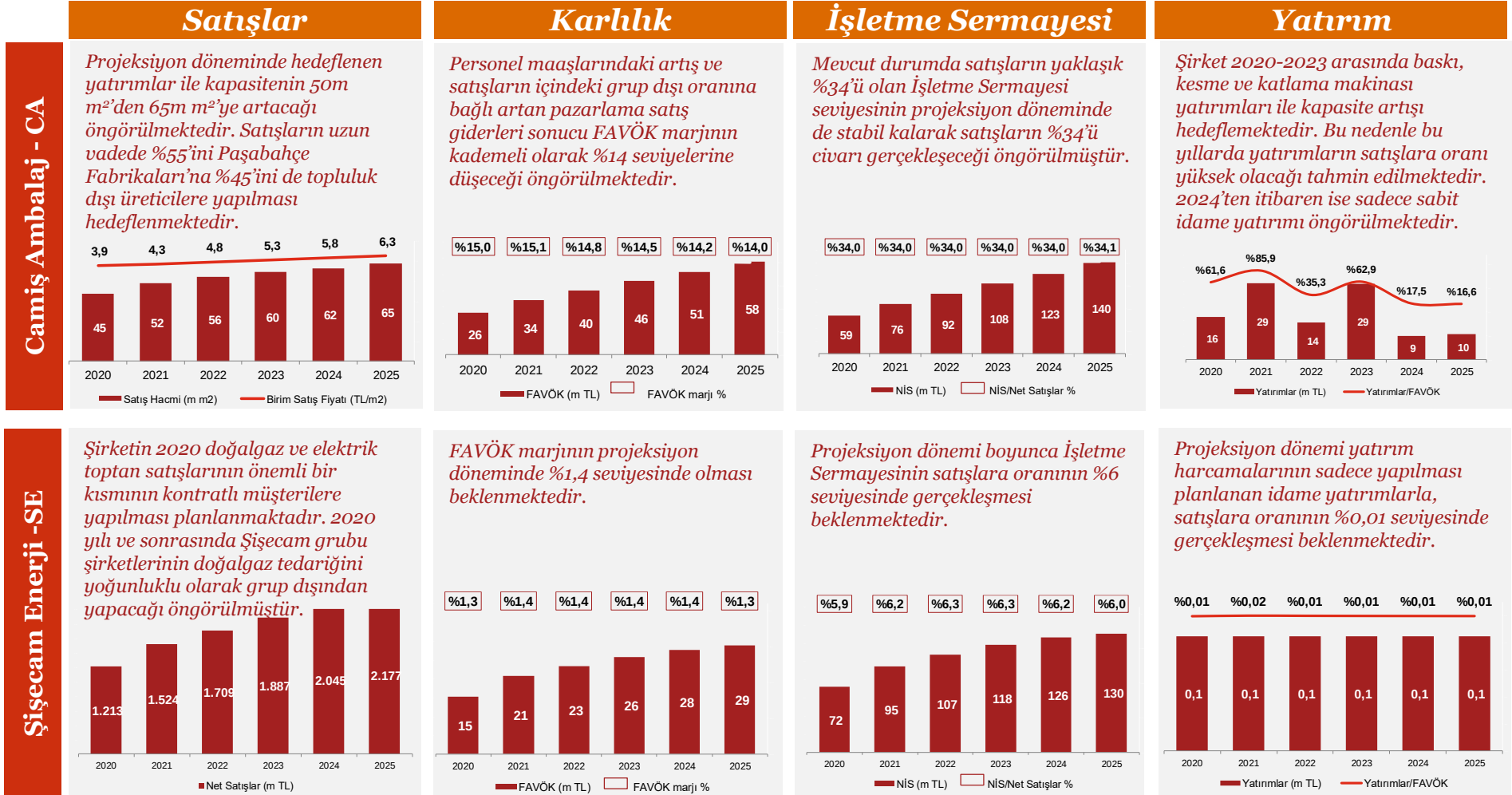
Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (2/5)

Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

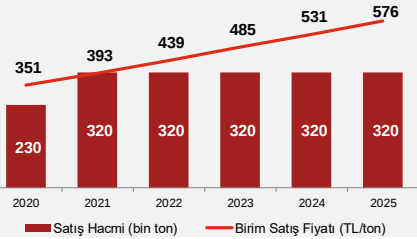
Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (3/5)

Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

Çevre Sistemleri - CV

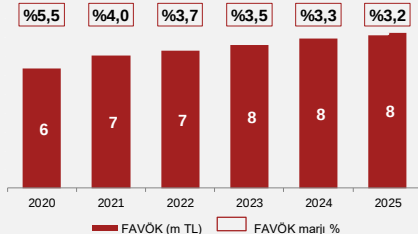
Satışlar

Bütün cam kırığı satışlarının Anadolu Cam'a yapılacağı varsayılmaktadır. 2021 ve sonrasında kapasitenin 320bin tonda sabit kalacağı öngörülmektedir.



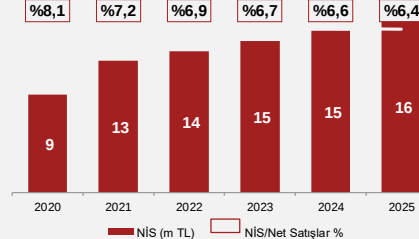
Karlılık

Şirketin projeksiyon dönemi boyunca cam kırığı maliyetlerini birebir yansıtır, katlandığı işçilik, faaliyet ve amortisman giderlerinin üzerine kar payı koyarak ortalama %4 FAVÖK marjıyla faaliyet göstermesi beklenmektedir.



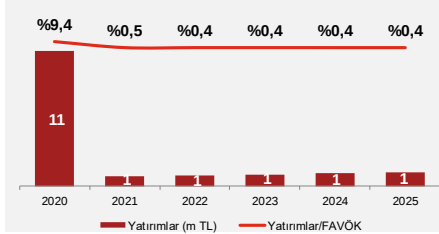
İşletme Sermayesi

Projeksiyon dönemi boyunca işletme Sermayesinin satışlara oranının %7 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



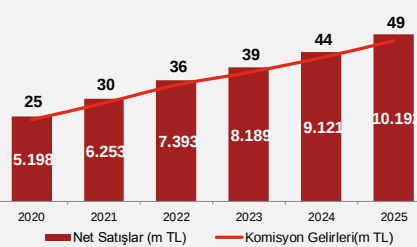
Yatırım

2020 yılı için planlanan yatırımlar 2019 yılında yatırımı tamamlanmış ayırma geri kazanılma sistemine kurutma sistemi eklenmesi ve cam kırığı sahasının üzerinin kapatılmasıyla ilgili harcamaları içermektedir.

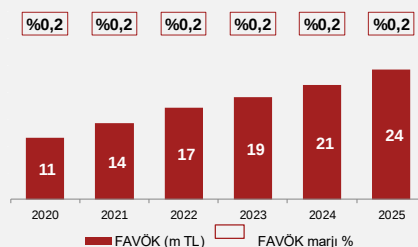


Dış Ticaret - DT

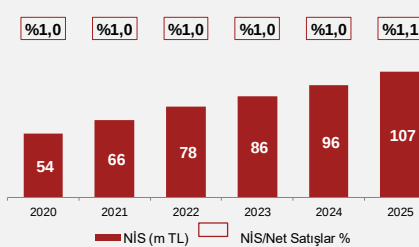
Topluluğun ihracatında beklenen artışa paralel olarak, dış ticaretin gelirlerini oluşturan komisyon gelirlerinde artış beklenmektedir.



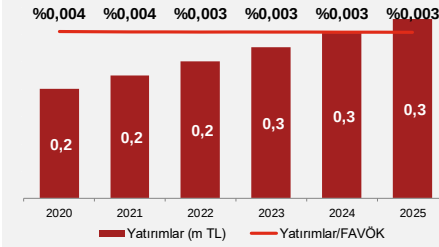
FAVÖK marjının projeksiyon dönemi boyunca %0,2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.



Grup şirketlerinin dış ticaretine aracılık ediyor ve vadeleri direkt yansıtır olmasından ötürü şirketin işletme sermayesi ihtiyacının satışlarının çok kısıtlı bir oranı olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



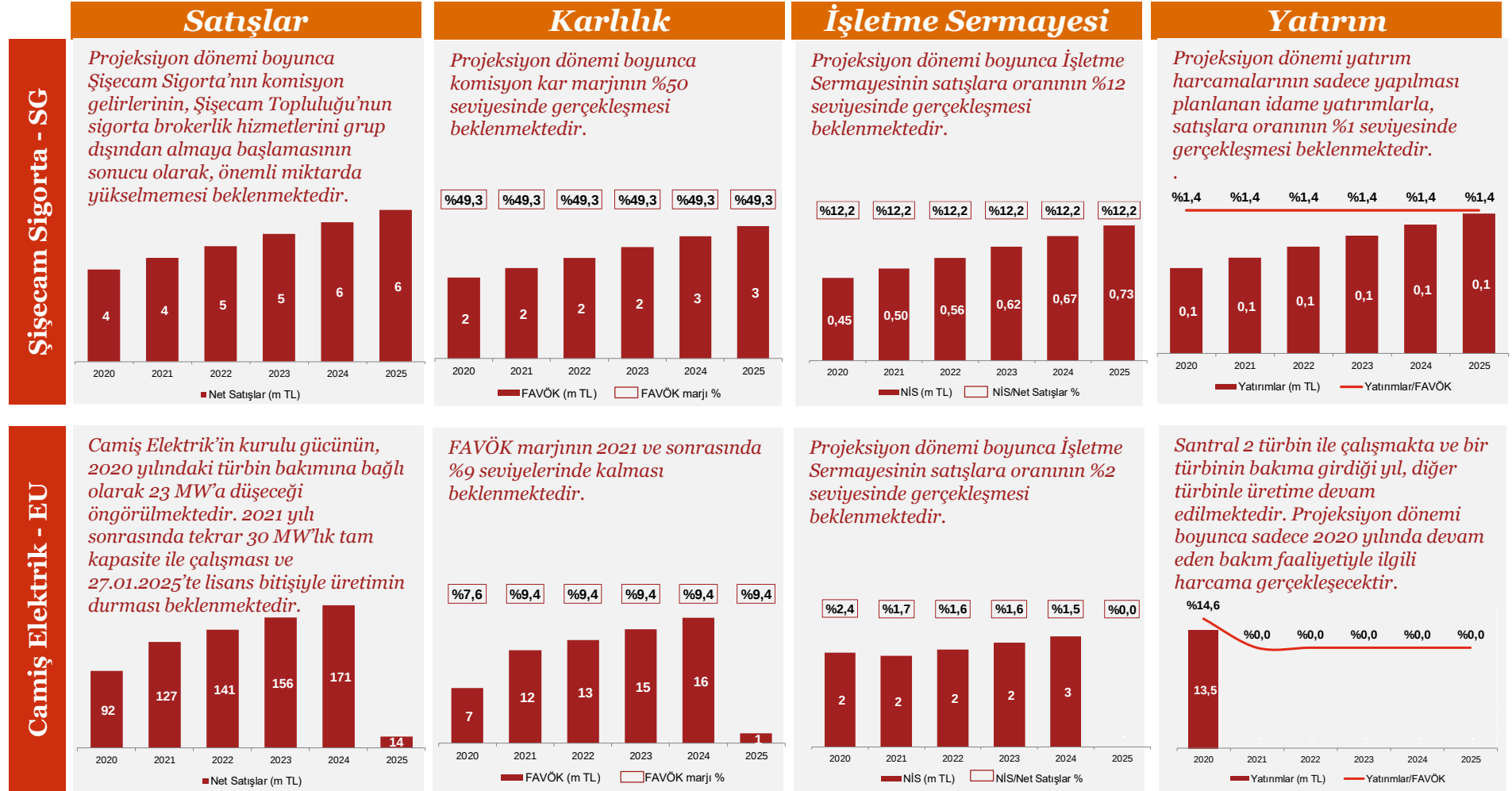
Şişecam Dış Ticaret'in projeksiyon dönemi yatırımlarının sadece idame yatırımlardan oluşması beklenmektedir.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (4/5)

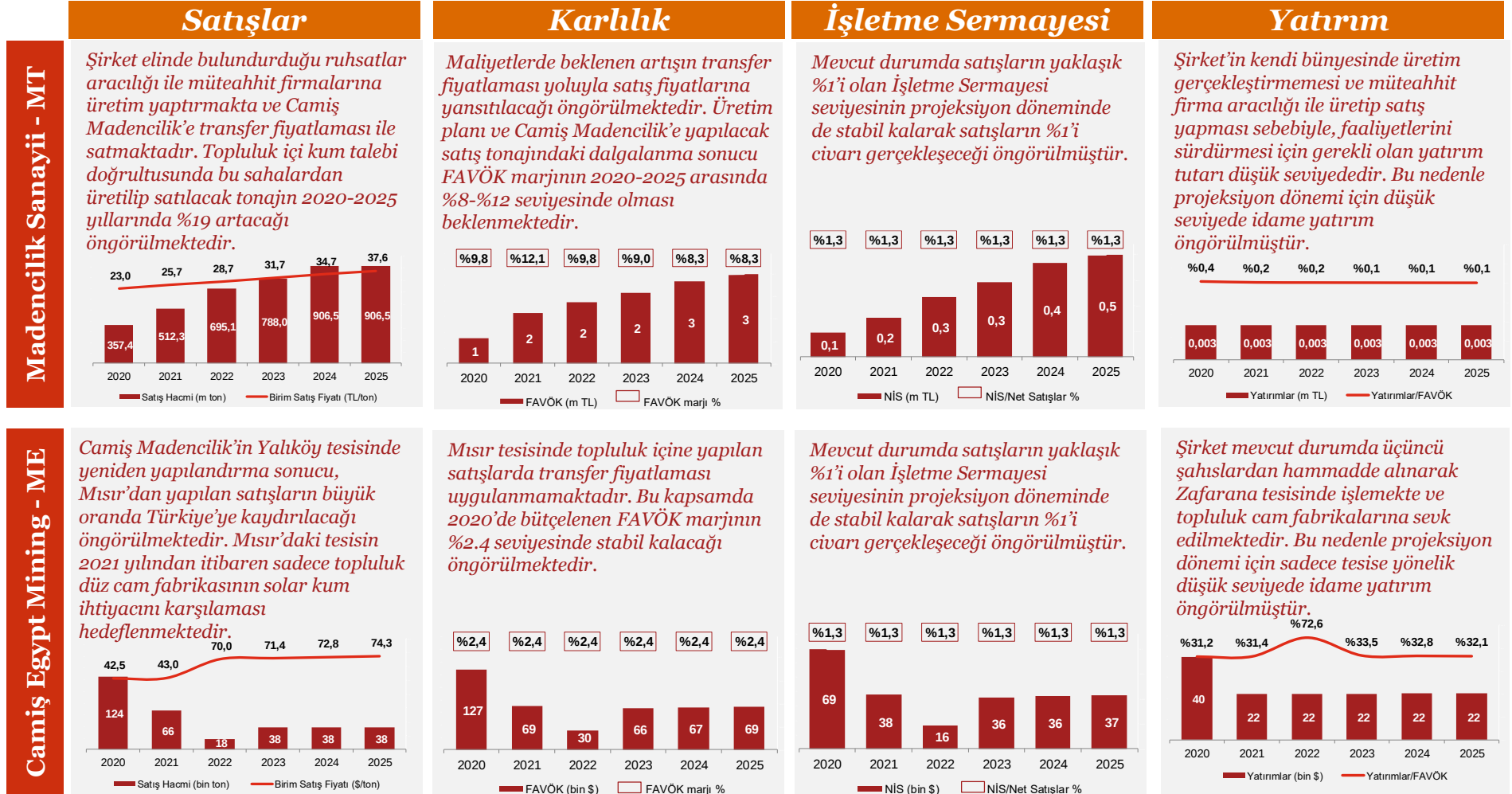
Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (5/5)

Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

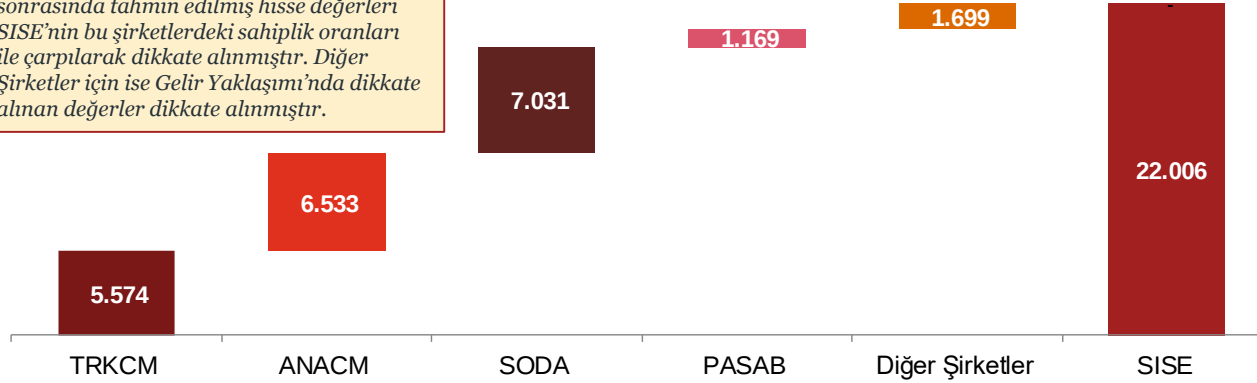
SISE

Piyasa Yaklaşımı

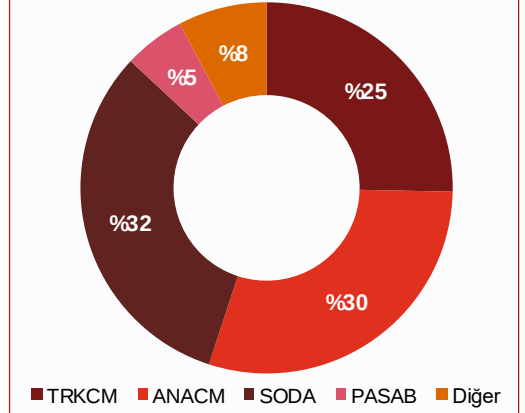
Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **22,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)

SISE'nin piyasa değeri hesaplamasında "Parçaların Toplamı" yöntemi kullanılarak, Ana İş Kolu şirketlerinin piyasa yaklaşımı sonrasında tahmin edilmiş hisse değerleri SISE'nin bu şirketlerdeki sahiplik oranları ile çarpılarak dikkate alınmıştır. Diğer Şirketler için ise Gelir Yaklaşımı'nda dikkate alınan değerler dikkate alınmıştır.



Değerin Dağılımı



	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												CE,CY, HG*	
m TL	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME			Toplam
Şirket Değeri	8.787	10.058	7.274	2.475	565	433	141	43	70	51	22	15	14	9	3	-		29.960
Net Nakit/(Borç)					(807)	107	(4)	42	1	16	26	2	6	-	1	-		(610)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					302	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		302
Vergi Varlığı					43	14	-	-	-	4	2	-	-	-	-	-		62
Temettü Ödemesi (-)					(320)	-	-	-	-	-	-	-	(3)	-	-	-		(323)
Temettü Geliri (+)					386	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		386
Hisse Değeri	7.764	8.245	11.158	1.175	170	553	137	85	71	71	50	17	17	9	4	864		30.390
Efektif Hisse Oranı	%71,79	%78,28	%63,02	%99,47	%100,0	%100,0	%100,0	%39,48	%100,0	%100,0	%90,00	%100,0	%100,0	%50,00	%99,70	-		-
ANACM B Grubu Payları Değer Farkı**	-	79	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		79
Hisse Değeri - SISE	5.574	6.533	7.031	1.169	170	553	137	34	71	71	45	17	17	5	4	576		22.006

*CE, CY ve HG'nin değeri Net varlık Yaklaşımı'na göre tahmin edilmiştir

**Hesaplamaların detayları için lütfen 152, 153 ve 154. sayfalarda yer alan ANACM hisse grupları arasındaki değer farkı hesaplamasını inceleyiniz.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **14,5 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	2.250
Sermaye Düzeltme Farkları	181
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	2.092
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	2.286
Yabancı Para Çevrim Farkları	2.279
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	5
Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazançları (Kayıpları)	2
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	188
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	5.721
Net Dönem Karı veya Zararı	1.905
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	4.511
Toplam Özkaynak	19.133
1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi	(4.511)
2 Temettü Düzeltmesi, net*	(324)
3 Diğer Net Varlık Değeri Düzeltmeleri	181
a CY Net Varlık Düzeltmesi	6
b CE Net Varlık Düzeltmesi	176
Net Varlık Değeri	14.480

- a. 2020 yılı Ocak ayında satışı yapılmış bazı gayrimenkullerin satış esnasında gerçekleşen fiyatı ve satış sonrası oluşan kâr ve vergi yükümlülükleri ile ilgili değer düzeltmeleri
- b. Değerli madenlerin gerçeğe uygun değerleri ile ilgili değer düzeltmesi

* SISE için konsolide seviyede ortaya çıkan net temettü etkisini belirtir. Konsolide seviyede, alt şirketlerden SISE'ye dağıtılan temettüler hem gelir, hem de gider olduklarından elimine olmaktadır. Nette kalan 324m TL, SISE'nin grup dışına dağıtacağı temettüyü (320m TL) ve RD'den gelen temettüye istinaden ödenecek olan stopajı (SISE seviyesindeki efektif stopaj kesintisi: 4m TL) ifade eder.

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, SISE'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla SISE'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı 19.133m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri 14.480m TL olarak tahmin edilmektedir.

1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi:

Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içerisinde gösterilen kontrol gücü olmayan paylar Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

2 Temettü Düzeltmesi:

SISE'nin 31.12.2019 sonrasında gerçekleşecek olan net temettü ödemesini ifade eder. Net temettü düzeltmesi, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

3 Diğer Net Varlık Değeri Düzeltmeleri:

CY ve CE, SISE'nin mali tablolarına tam konsolidasyon yöntemi ile dahil edilmektedir.

CY ve CE'nin hisse değerleri Net Varlık Yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. İlgili şirketlerin 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı kapsamında yapılan düzeltmeler, konsolide SISE Net Varlık Yaklaşımı seviyesinde dikkate alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE**CE Net Varlık****Değer Düzeltmeleri (1/2)**

CE'ye ait mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

m TL	31.12.2019	Net Varlık Değeri Düzeltmeleri	Düzeltilmiş Net Varlık Değeri
Nakit ve Nakit Benzerleri	126	a (11)	115
Ticari Alacaklar	0	-	0
Diğer Alacaklar	0	-	0
İlişkili Taraflardan Alacaklar	8	-	8
Diğer Dönen Varlıklar	0	-	0
1 Dönen Varlıklar	135	(11)	124
2 Kıymetli Madenler	53	b 182	234
Diğer Maddi Duran Varlıklar	7	-	7
3 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	37	-	37
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	-	0
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3	-	3
Diğer Duran Varlıklar	0	-	0
Duran Varlıklar	100	182	281
Toplam Varlıklar	234	171	405
Finansal Borçlar	0	-	0
Ticari Borçlar	0	-	0
Diğer Borçlar	0	-	0
İlişkili Taraflara Borçlar	3	-	3
Kısa Vadeli Karşılıklar	1	-	1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1	-	1
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6	-	6
Finansal Borçlar	0	-	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	19	-	19
Uzun Vadeli Yükümlülükler	19	-	19
Toplam Özkaynaklar	210	171	381

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
PwC

CE'nin dönen varlıklarını önemli kısmı banka mevduatlarından oluşmaktadır.

2019 yılında faaliyetlerini sona erdirmiş olan CE, defter değeri **52,8m TL** olan kıymetli madene (platin, rodyum, paladyum, altın, gümüş) sahiptir. CE, sahip olduğu bu madenlerin bir kısmını SODA altında cam elyaf faaliyetlerini sürdüren ES'ye kiralamakta, bir kısmını ise ES ve Türkiye İş Bankası'ndan kiralamış olduğu kasalarda saklamaktadır.

3 Yatırım amaçlı gayrimenkullerin tamamı Çayırova'daki eski fabrika arazisini içermektedir.

Net Varlık Değeri Düzeltmeleri**Temettü Düzeltmesi:**

Şirket yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda 31.12.2019 sonrasında dağıtılacak 10,8m TL değerindeki kar payı, CE sahibi olduğu nakit ve nakit benzerleri bakiyesinden düşülmüştür.

Kıymetli Maden Düzeltmesi:

Cam Elyaf'ın 31.12.2019 tarihli bilançosunda satın alma maliyetlerinden tutulan **52,8m TL** değerindeki kıymetli madenlerin gerçeğe uygun değerleri tahmin edilmiş, ortaya çıkan fark değer düzeltmesi olarak CE'nin özkaynaklarının kayıtlı değeri üzerine yansıtılmıştır.

Söz konusu değerleme çalışması, cam elyaf üretiminde kullanılan bushing aletinde ihtiyaç olunan; platin, rodyum, paladyum, altın ve gümüş alaşımlarının piyasa değerlerinin tahmin edilmesi için uygulanmış olup, değerlemede baz alınan kıymetli maden fiyatı varsayımları bir sonraki sayfada belirtilmiştir.

SISE Net Varlık Yaklaşımı Kapsamında CE Değer Düzeltmeleri

m TL	Tutar	Efektif SISE Sahiplik	Düzeltilme
Temettü Düzeltmesi*	(11)	97%	
Kıymetli Maden Düzeltmesi	182	97%	176
Toplam			176

* CE'nin SISE'ye dağıttığı temettülerin SISE seviyesindeki net etkisi dikkate alınarak, SISE için yapılmış Net Varlık yaklaşımı kapsamında temettü düzeltmeleri dikkate alınmamıştır

Gizli ve Özel

27 Nisan 2020

SISE

CE Net Varlık

Değer Düzeltmeleri (2/2)

Rodyum ve Paladyum fiyatlarının 2019 yılı sonunda son 10 yıllık ortalamalarının önemli seviyede üzerine çıktığı görülmüştür. Bir defaya mahsus olduğu öngörülen bu fiyat değişikliğinin etkisi CE için Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılmış değerleme çalışmasında düzeltilerek dikkate alınmıştır.

Kıymetli Maden Değerleme Çalışması Sonuçları

Kıymetli Madenler	Miktar (gr)	Kayıtlı defter değeri (m TL)	Makul değer tahmini (m TL)	Ortalama Gr. Değer	
				TL	\$
Saf Platin	844.340	m.d	150	177	30
Saf Rodyum	206.284	m.d	65	317	53
Saf Paladyum	123.416	m.d	19	158	27
Saf Altın	0	m.d	0	289	49
Saf Gümüş	30.854	m.d	0	3	1
Toplam	1.204.894	52,9	234,5		
Değer Artışı			181,6		

Yukarıdaki tabloda CE'nin kıymetli maden değerleme çalışmasının detayları sunulmaktadır.

Rodyum ve paladyum fiyatlarının değerleme tarihi itibarıyla orta ve uzun vadeli fiyat ortalamalarının çok üzerine çıktığı ve fiyat artışının kısa vadeli ve kalıcı olmayabilecek gelişmelerden kaynaklandığı anlaşılmaktadır. **Dolayısıyla bu madenlerin değerleme çalışmasında değerleme tarihi itibarıyla oluşmuş değerleri yerine son 10 yıllık ortalama fiyatları dikkate alınmıştır.** Ayrıca; SISE Yönetimi tarafından sağlanan ve ayırtırma sırasında meydana gelen rafinasyon işçilik ücretleri ve rafinasyon kayıpları da değerleme çalışmalarında dikkate alınmıştır.

Kaynaklar

Rodyum: Johnson Matthey ve Engelhart Commodities Trading Partners Ltd. tarafından açıklanmış son 10 yıllık ay sonu rodyum fiyatlarının ortalaması (120 aylık fiyat) dikkate alınmıştır.

Paladyum: Londra Metal Borsası tarafından açıklanmış son 10 yıllık ay sonu paladyum fiyatlarının ortalaması (120 aylık fiyat) dikkate alınmıştır.

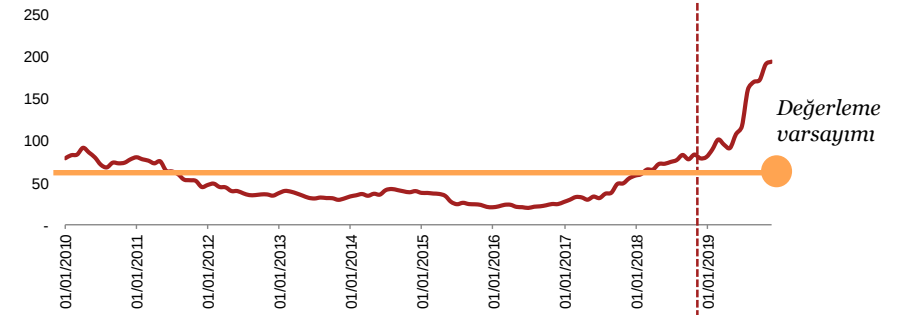
Platin: Londra Metal Borsası tarafından açıklanan 31.12.2019 platin fiyatı dikkate alınmıştır.

Altın: Londra Külçe Piyasası Birliği tarafından açıklanan 31.12.2019 fiyatı dikkate alınmıştır.

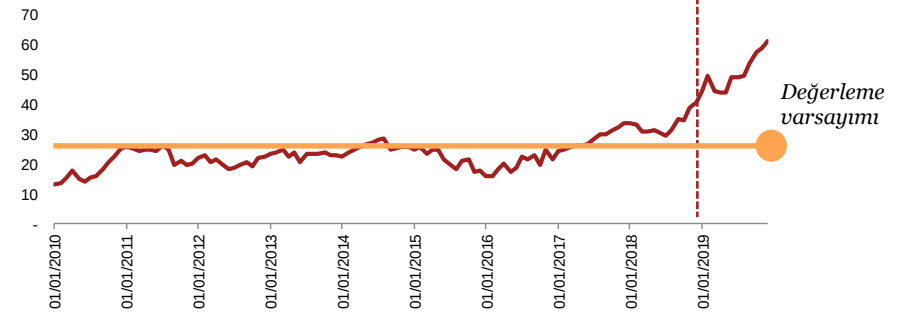
Gümüş: Londra Külçe Piyasası Birliği tarafından açıklanan 31.12.2019 fiyatı dikkate alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi, Bloomberg

Rodyum Fiyatları (\$/Gr)



Paladyum Fiyatları (\$/Gr)

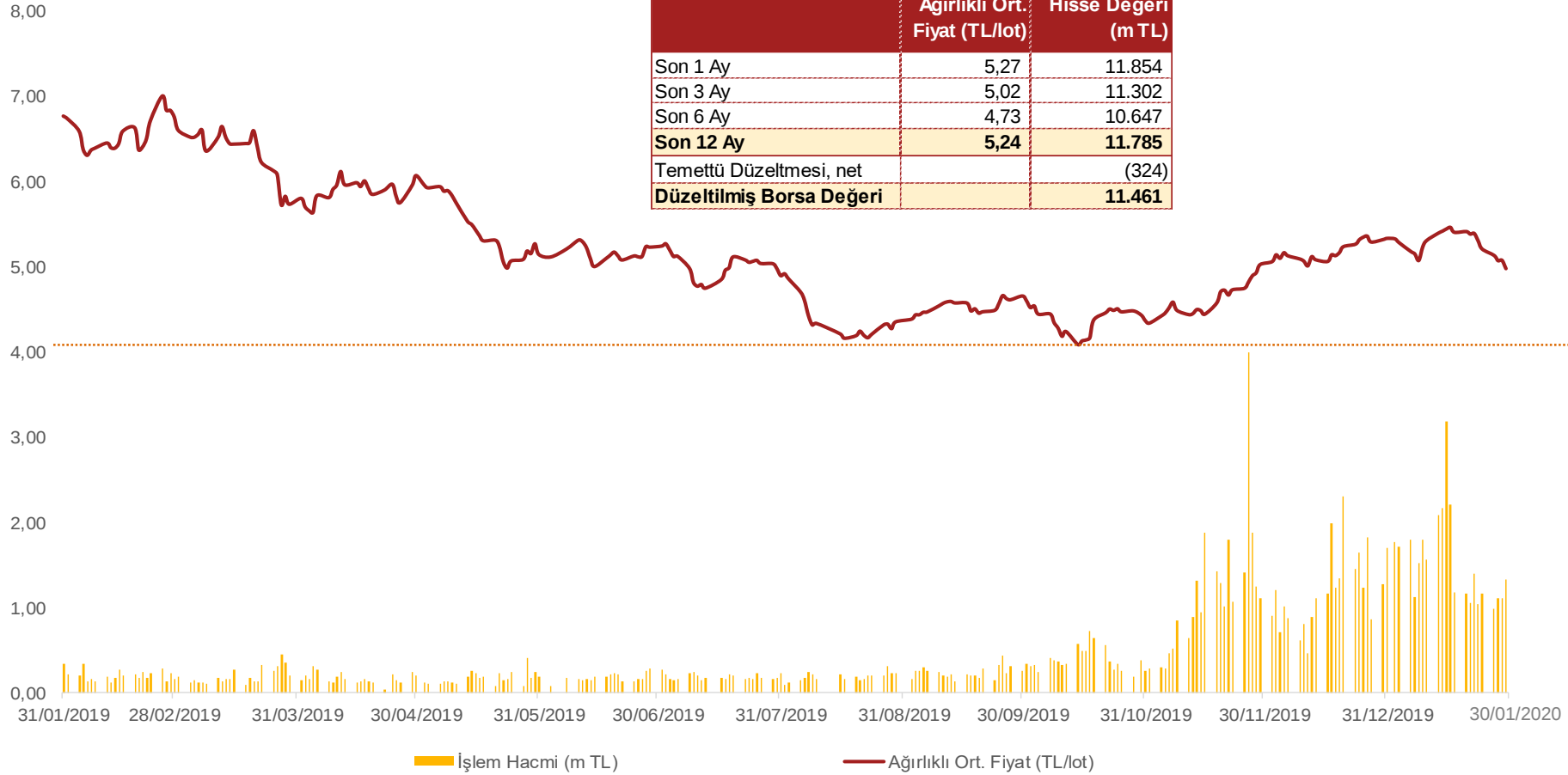


SISE Borsa Değeri

SISE'nin Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre SISE'nin Borsa Değeri **11,5 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)

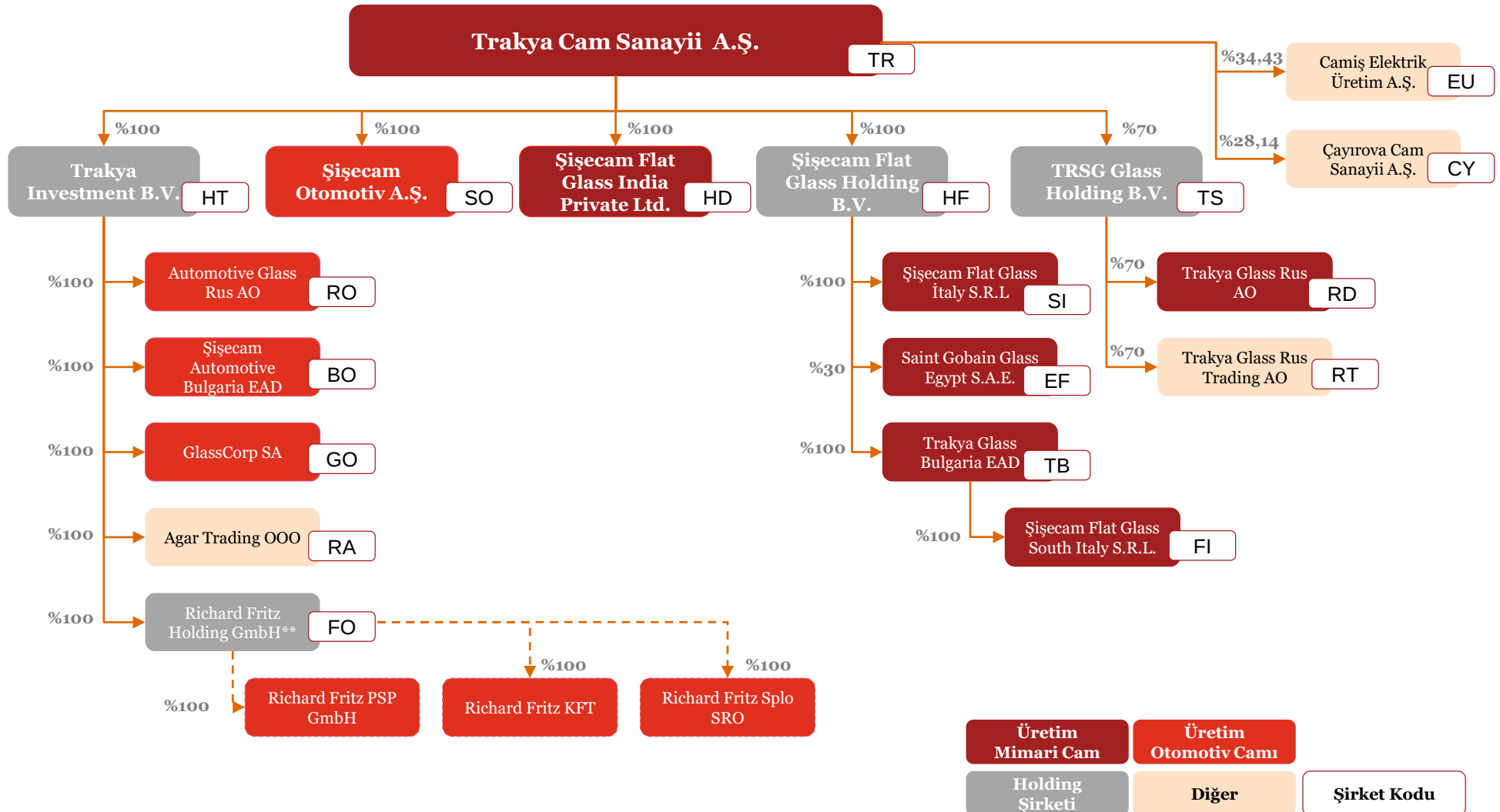


Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

TRKCM

TRKCM
Ortaklık Yapısı

TRKCM 14 üretim şirketi (7 mimari cam üretim şirketi ve 7 otomotiv camı üretim şirketi) ve 4 holding şirketi ile mimari cam ve otomotiv camı sektörlerinde faaliyet göstermektedir.



Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (1/7)

Düzcamlar Grubu

Düzcamlar Grubu'nun üretim faaliyetleri TRKCM ("TR" ya da "Mimari Cam Türkiye") çatısı altında toplanmıştır. Düzcamlar Grubu, faaliyetlerini mimari camlar (düzcamlar, buzlu cam, ayna, lamine cam, kaplamalı cam, güneş enerjisi camları ve beyaz eşya camları) ve otomotiv camları (otomotiv camı ve enkapsüle cam) olmak üzere iki ana iş kolunda sürdürmektedir. Düzcamlar Grubu, üretim faaliyetlerini Türkiye'de 7, Rusya, Bulgaristan ve İtalya'da 2, Romanya, Hindistan, Mısır, Almanya, Macaristan ve Slovakya'da 1 olmak üzere on farklı ülkede bulunan toplam 19 tesiste sürdürmektedir. TRKCM yurt içinde sahip olduğu mimari cam ve otomotiv camı fabrikalarıyla ülkenin lider mimari cam ve otomotiv camı üreticisi konumundadır.

Trakya Cam Sanayii A.Ş. (TR)

Trakya Cam Sanayii A.Ş. (Solo) ("TR" ya da "Mimari Cam Türkiye"), 2018 yılında Yenisehir kaplama hattını devreye alıp, Polatlı Fabrikası'nda Türkiye'deki 8. Fırın yatırımına başlamıştır. Projeksiyon dönemi boyunca fırın sayısının 8 olarak kalacağı ve Yenisehir, Mersin ve Lüleburgaz fabrikalarında bulunan 5 adet mevcut fırına soğuk onarım yapılarak kapasitenin kademeli olarak arttırılacağı öngörülmektedir. 8. fırın yatırımı ve soğuk onarımlarla beraber TR'nin üretim kapasitesinin projeksiyon döneminde 2,0m tona kadar çıkabileceği öngörülmektedir (soğuk onarım dönemleri dışında).

TR'nin Türkiye düzcamlar pazar payı yaklaşık %70 seviyesindedir. 2019 yılında Türkiye'de üretim yapan 9 düzcamlar fırının 7'si TR bünyesinde üretim yapmaktadır. 2017-2019 dönemlerinde toplam satışların yaklaşık %15'i yurt dışına yapılırken, projeksiyon döneminde bu oranın artarak yaklaşık %20 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

2019 yılı öncesinde, 2017 ve 2018 yılları boyunca, TR, Türkiye'deki faaliyetlerini kendisi ve %100 oranında sahibi olduğu 2 ayrı tüzel kişilik (Trakya Yenisehir Cam Sanayii A.Ş. ve Trakya Polatlı Cam Sanayii A.Ş.) üzerinden sürdürmekteydi. 2019'un ikinci yarısında 2 ayrı tüzel kişilik TR altında birleşmiştir. Değerleme çalışması kapsamında 3 şirketin konsolide gerçekleştirmiş sonuçları dikkate alınmıştır.

TR'nin 2019 kazançları üzerinden, 2020 yılında yapmayı planladığı 130m TL tutarındaki temettü ödemesi ve hissedarı olduğu Trakya Glass Rus AO ve Çayırova Cam Sanayi A.Ş.'den tahsil edeceği, sırasıyla, 99m TL ve 9m TL tutarındaki temettü tutarları hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirilmiştir.

Trakya Glass Bulgaria EAD (TB)

Trakya Glass Bulgaria EAD ("TB" ya da "Mimari Cam Bulgaristan"), mimari cam üretimi alanında 2 adet düzcamlar fırını, kaplama, lamine ve ayna hatlarıyla Bulgaristan'da faaliyet göstermektedir. 2018 ve 2019 yıllarında fırınlardan bir tanesinin soğuk onarımdan geçiyor olması bu yıllarda şirketin kapasitesini ve satışlarını aşağı yönlü etkilemiştir. 2020 yılı ve sonrasında fırınların tam kapasite çalışarak üretim kapasitesinin 470 bin ton seviyesinde korunacağı öngörülmektedir.

TB, satışlarının yaklaşık %15-20'sini Bulgaristan'a, %70'ini yurt dışına, Doğu Avrupa'da bulunan diğer ülkelere, gerçekleştirmektedir. Kalan satış grup içine yapılmaktadır. Bulgaristan'da bulunan otomotiv camı fabrikası da ham cam ihtiyacını Trakya Glass Bulgaria üzerinden karşılamaktadır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (2/7)

Trakya Glass Rus AO (RD)

Trakya Glass Rus AO ("RD" ya da "Mimari Cam Rusya"), TR ve Saint Gobain'in ortak girişimidir. Efektif sahiplik oranları TR ve Saint Gobain için sırasıyla, %70 ve %30'dur. Söz konusu oranlar, RD'nin holding şirketi TRSG Glass Holding B.V.'deki hissedar paylarını ifade etmektedir.

RD, Rusya'da düzcam üretimi alanında 1 adet fırınla faaliyet göstermektedir. RD'nin üretim kapasitesinin projeksiyon dönemi boyunca 230 bin ton seviyesinde sabit kalacağı öngörülmektedir. Projeksiyon döneminde, geçmiş yıllara benzer şekilde, satışlarının yaklaşık %90'ının Rusya ve BDT pazarlarına, kalan satışın da grup içine yapılacağı öngörülmektedir. Rusya'da bulunan otomotiv camı fabrikası da ham cam ihtiyacını RD üzerinden karşılamaktadır. Özel yatırım bölgesinde yer alan RD'nin kurumlar vergisi oranı %2 seviyesindedir. RD'nin 2019 kazançları üzerinden, 2020 yılında yapacağı 148m TL tutarındaki temettü ödemesi, hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirilmiştir.

Şişecam Flat Glass India Private Ltd. (HD)

Şişecam Flat Glass India Private Ltd. ("HD" ya da "Mimari Cam Hindistan"), Hindistan'da düzcam üretimi alanında 1 adet fırınla faaliyet göstermektedir.

2013 yılında, TR, Somany ailesine ait HNG Float Glass Limited isimli şirketin %50'sini satın almıştır. İlgili satın alımda ortaya çıkan şirket değeri 182m \$ seviyesindedir. 2018 yılında, TR şirketin kalan %50'sini de kendi bünyesine dahil ederek şirketin ismini Şişecam Flat Glass India Private Ltd. olarak değiştirmiştir. İkinci satın alımda ortaya çıkan şirket değeri 165m \$ seviyesindedir.

Hindistan'da, kişi başı cam tüketimi dünya ortalamasının çok altında olup, orta vadede GSYH'de beklenen reel büyüme tahminlerine paralel bir şekilde yurt içi düzcam talebinin de artması beklenmektedir. Projeksiyon döneminde artması beklenen düzcam talebine istinaden, 2021 yılında Hindistan'da ikinci bir fırın yatırımı planlanmaktadır. Değerleme çalışması kapsamında 2022 yılında devreye alınması beklenen 2. fırın yatırımı da dikkate alınmıştır. 2. fırın yatırımının maliyetinin yaklaşık 165m \$ olması beklenmektedir. Yatırım tutarı tesis bünyesinde inşa edilmesi planlanan kaplama hattı ile birlikte toplamda 200m \$'a ulaşmaktadır. TR yönetiminin verdiği bilgiye göre, Hindistan'daki 2. fırın siparişinin henüz verilmediği anlaşılmaktadır.

Hindistan'da bulunan mevcut fırının 2022 yılında soğuk onarımına girmesi gerekmektedir. 2. fırın yatırımının soğuk onarım öncesinde bitirilmesi planlanmaktadır. Yapılan 2. fırın yatırımı sonrasında Hindistan'daki düzcam üretim kapasitesinin 200 bin tondan, 485 bin tona çıkacağı öngörülmektedir.

Projeksiyon döneminde, geçmiş yıllara benzer şekilde, satışlarının yaklaşık %90'ının Hindistan'da yurt içi pazara ve kalan %10'unun Sri Lanka ve Katar gibi dış ülkelere yapılacağı öngörülmektedir.

Hindistan'da vergilendirme iki ayrı vergi matrahı üzerinden yapılmaktadır. Şirketler, ilgili senede yüksek çıkan matrah üzerinden vergi ödemektedir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan değerlendirilme çalışmasında Hindistan'ın vergi oranı projeksiyon döneminde %25 olarak dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (3/7)

Şişecam Flat Glass Italy S.R.L. (SI)

Şişecam Flat Glass Italy S.R.L. ("SI" ya da "Mimari Cam K. İtalya"), 2016 yılında yapılan 84m EUR tutarında bir satın alım sonrası Düzcamlar Grubu bünyesine dahil olmuştur. SI, İtalya'nın kuzeyinde bulunan Udine bölgesinde, mimari cam üretimi alanında 1 adet düzcamlar fırını ve lamine hattıyla faaliyet göstermektedir. Uzman Kuruluş Raporu tarihi itibarıyla İtalya'da üst düzeyde etkisini gösteren Covid-19 salgını nedeniyle, TR yönetimi İtalya'da ve SI'nın yurt dışı pazarlarında 2020 yılında düzcamlar ve lamine cam satışlarının önemli miktarda düşeceğini öngörmektedir. Bütün Düzcamlar Grubu şirketleri gibi SI'nın da satış hacminde 2020 yılında beklenen düşüş nedeniyle SI'nın 2020 yılında negatif FAVÖK yaratacağı tahmin edilmektedir.

Fırının 2024 yılında soğuk onarıma girmesi planlanmaktadır. Buna istinaden üretim kapasitesinin 2024 yılı özelinde 150 bin tona düşeceği öngörülmektedir. 2024 yılı haricindeki yıllarda, üretim kapasitesinin, 2019 yılındaki seviyesini koruyarak, 220 bin tonda sabit kalacağı anlaşılmaktadır.

Projeksiyon döneminde, satışlarının yaklaşık %50'sinin İtalya'da yurt içi pazara, kalan satışın da Fransa, İspanya, Almanya, Hırvatistan ve Avusturya başta olmak üzere diğer Avrupa ülkelerine yapılacağı öngörülmektedir.

Sisecam Flat Glass South Italy S.R.L. (FI)

Şişecam Flat Glass South Italy S.R.L. ("FI" ya da "Mimari Cam G. İtalya"), Fallimento Sangalli Vetro Manfredonia SpA, Fallimento Sangalli Vetro Satinato Srl, Fallimento Sangalli Vetro Magnetronico Srl şirketlerinin varlıklarını 14,9m EUR peşin bedelle satın alarak kurulmuştur.

Satın alınan fırın ve makine ekipman, 2019 yılında, 30m EUR tutarında soğuk onarım ve genel bakımdan geçirilerek aynı yıl devreye alınmıştır. FI, İtalya'nın güneyinde bulunan Puglia bölgesinde, mimari cam üretimi alanında 1 adet düzcamlar fırını, kaplama ve lamine hatlarıyla faaliyet göstermektedir. Projeksiyon dönemi boyunca şirketin üretim kapasitesinin 180 bin tonda sabit kalacağı anlaşılmaktadır. Uzman Kuruluş Raporu tarihi itibarıyla İtalya'da üst düzeyde etkisini gösteren Covid-19 salgını nedeniyle TR yönetimi İtalya'da ve FI'nın yurt dışı pazarlarında 2020 yılında düzcamlar ve lamine cam fiyatlarının önemli miktarda düşeceğini öngörmektedir. Bütün Düzcamlar Grubu şirketleri gibi FI'nın da satış hacminde 2020 yılında beklenen düşüş nedeniyle FI'nın 2020 yılında negatif FAVÖK yaratacağı tahmin edilmektedir.

FI'nın üretime 2020 yılında başlamasından dolayı, geleceğe dönük tahminlerindeki gerçekleşme riskinin diğer şirketlerden daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Bu konu göz önünde bulundurularak, FI'nın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %5,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Projeksiyon döneminde, satışların yaklaşık %30'unun İtalya'da yurt içi pazara, kalan satışın da Almanya, Avusturya, Macaristan ve Slovenya başta olmak üzere diğer Avrupa ülkelerine yapılacağı öngörülmektedir. Yurt içi ve yurt dışı pazarlarda FI'nın sattığı ürünlerin fiyatlarının ürün özellikleri ve pazarların alım gücü ile orantılı olarak genelde SI'nın sattığı ürünlerden daha düşük fiyatlarda gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

FI, 2018 ve 2019 yıllarında yapılan yatırımlar kapsamında, 8,3m EUR tutarında bir yatırım teşvikine hak kazanmıştır. İlgili tutar 2020 yılı içinde şirkete nakit olarak ödenecektir. Bu tutar, hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirilmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (4/7)

Şişecam Otomotiv A.Ş. (SO)

Şişecam Otomotiv A.Ş. ("SO" ya da "Şişecam Otomotiv"), Türkiye'nin tek otomotiv camı üreticisi olup, yıllık 6m m² üretim kapasitesine sahiptir. Projeksiyon döneminde kapasite artırımı yatırımı yapılmayacağı ve üretim kapasitesinin 6m m² seviyesinde sabit kalacağı anlaşılmaktadır.

SO'nun ağırlıklı olarak OEİ'lerle (Orijinal Ekipman İmalatçısı) yapılan uzun vadeli satış kontratları üzerinden faaliyetlerini sürdürdüğü anlaşılmaktadır. Projeksiyon döneminde, kontratı halihazırda yapılmış olan satışlar ve teklif aşamasında olan satışlar dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde satışların ağırlıklı olarak, Ford, Toyota, Renault ve Hyundai'ye yapılması beklenmektedir.

OEİ satışlarına ek olarak, projeksiyon döneminde, şirketin otomotiv yenileme camı alanında da üretim yapmaya başlayacağı ve bu alanda yapılan satışların artarak uzun vadede toplam satışın yaklaşık %10'u seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Automotive Glass Alliance Rus AO (RO)

Automotive Glass Alliance Rus AO ("RO" ya da "Automotive Glass Alliance"), 2014 yılından beri Rusya'da otomotiv camı üretimi alanında faaliyet göstermekte olup, yıllık 3m m² üretim kapasitesine sahiptir. Projeksiyon dönemi boyunca üretim kapasitesinin 3m m² seviyesinde sabit kalacağı anlaşılmaktadır.

2019 yılı itibarıyla şirketin kapasite kullanım oranı yaklaşık %35 seviyesindedir. Rusya'da 2014 yılı sonrasında düşen yurt içi otomotiv talebi ve Fuyao'nun pazara girmesiyle artan otomotiv camı arzı şirketin satışları üzerinde olumsuz bir etki yaratmıştır.

2021 yılı ve sonrasında başlaması beklenen kesin sözleşmeye bağlı siparişler doğrultusunda kapasite kullanım oranının %65 seviyesine çıkacağı öngörülmektedir. Projeksiyon döneminde satışların ağırlıklı olarak, VW Grubu ve Renault'ya yapılması beklenmektedir.

Özel yatırım bölgesinde yer alan RO'nun kurumlar vergisi oranı %2 seviyesindedir.

Glass Corp S.A. (GO)

Glass Corp S.A. ("GO" ya da "Glass Corp"), 2012 yılında, gerçekleşen bir satın alımla Düzcamlar Grubu bünyesine dahil olmuştur. GO, Romanya'da otomotiv camı üretimi alanında faaliyet göstermekte olup, yıllık 3,6m m² üretim kapasitesine sahiptir. Projeksiyon dönemi boyunca üretim kapasitesinin 3,6m m² seviyesinde sabit kalacağı anlaşılmaktadır.

Operasyonel verimlilik anlamında sorun yaşayan şirket, 2018 ve 2019 dönemlerinde FAVÖK seviyesinde zarar etmiştir. Üretim planlaması, kalite kontrol ve nakliye giderlerinin optimizasyonu sonrasında beklenen verimliliğin sağlanarak, projeksiyon döneminde FAVÖK marjının kademeli olarak artacağı öngörülmektedir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (5/7)

Şişecam Automotive Bulgaria EAD (BO)

Şişecam Automotive Bulgaria EAD ("BO" ya da "Şişecam Automotive BG"), 2011 yılından beri Bulgaristan'da otomotiv camı üretimi alanında faaliyet göstermekte olup, yıllık 3,4m m² otomotiv camı üretim kapasitesine sahiptir. Projeksiyon döneminde yıllık üretim kapasitesinin 3,4m m² seviyesinde sabit kalacağı anlaşılmaktadır.

BO'nun otomotiv camı ve beyaz eşya camı üretim hatları bulunmaktadır. BO'nun satışlarının geçmiş dönemlerde olduğu gibi projeksiyon döneminde de %30-35'inin beyaz eşya camı satışlarından, kalan kısmının da otomotiv camı satışlarından kaynaklanacağı öngörülmektedir.

Otomotiv camı alanında, OEİ satışlarına ek olarak, projeksiyon döneminde, BO'nun otomotiv yenileme camı alanında da üretim yapmaya başlayacağı ve bu alanda yapılan satışların artarak uzun vadede otomotiv camı satışlarının yaklaşık %18'i seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Richard Fritz Holding GmbH (FO)

Richard Fritz Holding GmbH ("FO" ya da "Richard Fritz"), 2013 yılında, gerçekleşen bir satın alımla Düzcam Grubu bünyesine katılmıştır. FO, 2020 yılı itibarıyla, Almanya, Macaristan ve Slovakya'da bulunan 4 ayrı tüzel kişilik altında bulunan 3 üretim tesisi ve bir genel merkez üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir. Gelir Yaklaşımı kapsamında, FO'nun hisse değeri, sağlanan konsolide projeksiyonlar dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

FO otomotiv camı enkapsülasyonu alanında faaliyet göstermekte olup, yıllık 15m adet enkapsüle cam üretim kapasitesine sahiptir. Projeksiyon dönemi boyunca üretim kapasitesinin 15m adet seviyesinde sabit kalacağı anlaşılmaktadır.

Operasyonel verimlilik anlamında sorun yaşayan FO'nun incelenen 2017-2019 dönemlerinde karlılık seviyesinin düşük kaldığı görülmektedir. 2019 yılında başlayan dönüşüm projesiyle beraber Almanya'da bulunan iki adet üretim tesisinden bir tanesi kapatılmış ve yine Almanya'da bulunan genel merkezde sabit faaliyet giderlerini kısma yönelik aksiyonlar alınmıştır. Dönüşüm projesi kapsamında beklenen verimliliğin sağlanarak, projeksiyon döneminde FAVÖK marjının kademeli olarak artacağı öngörülmektedir.

Saint Gobain Glass Egypt S.A.E. (EF)

Saint Gobain Glass Egypt ("EF"), TRKCM ve Saint Gobain'in ortak girişimidir. Mısır'da bulunan şirket, 2010 yılından bu yana, düzcamlar alanında tek bir fırınla faaliyet göstermektedir. Efektif sahiplik oranları, TR ve Saint Gobain için, sırasıyla, %30 ve %70'tir. TR'nin şirket üzerinde yönetsel bir kontrolü yoktur. TR, ilk defa 2019 yılında EF'den 5m EUR tutarında temettü geliri elde etmiştir. Geleceğe dönük dağıtılabilecek temettü tutarlarına ilişkin TR yönetiminin herhangi bir öngörüsü bulunmamaktadır.

TR'nin EF üzerinde yönetsel bir kontrolünün olmaması ve gelecek yıllarda oluşabilecek temettü tutarlarındaki belirsizlik dikkate alınarak, EF için yapılan değerlendirme çalışmasında sadece Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılan değerlendirme çalışmalarında şirketlerin 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SPK'ya sunulmak üzere bağımsız denetim çalışmaları sonrası hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun mali tablolarındaki varlık (iştirak paylarından arındırılmış) ve yükümlülüklerin net değeri dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (6/7)

Holding Şirketleri

Holding şirketleri olan **Trakya Investment B.V**, **Şişecam Flat Glass Holding B.V** ve **TRSG Holding B.V**, TR tarafından yurt dışında finansman ve yatırım faaliyetleri gerçekleştirmeleri amacıyla kurulmuştur. Şirketlerin herhangi bir faaliyeti bulunmamaktadır. İlgili şirketler, gelir yaratıcı faaliyetlerinin olmaması nedeniyle, çalışma kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre bulunan değerleri dikkate alınmıştır. Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışmalarında şirketlerin 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SPK'ya sunulmak üzere bağımsız denetim çalışmaları sonrası hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun mali tablolarındaki varlık (iştirak paylarından arındırılmış) ve yükümlülüklerin net değeri dikkate alınmıştır.

Diğer Şirketler

Rusya'da bulunan **Agar Trading OOO** ve **Trakya Glass Rus Trading AO**'nun herhangi bir faaliyeti bulunmamaktadır. İlgili şirketler, gelir yaratıcı faaliyetlerinin olmaması nedeniyle, Uzman Kuruluş Raporu içerisindeki değerleme çalışması kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışmalarında şirketlerin 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SPK'ya sunulmak üzere bağımsız denetim çalışmaları sonrası hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun mali tablolarındaki varlık (iştirak paylarından arındırılmış) ve yükümlülüklerin net değeri dikkate alınmıştır.

Camiş Elektrik Üretim A.Ş. (EU)

TRKCM, elektrik üretim ve satış faaliyetleri bulunan **Camiş Elektrik Üretim A.Ş.**'nin %34,43 oranında hissedarıdır. EU, TRKCM'nin mali tablolarında özkaynak yöntemine göre muhasebeleştirilmektedir. Değerleme çalışması kapsamında EU için Gelir Yaklaşımı ve Net Varlık Yaklaşımı yöntemlerine göre tahmin edilmiş hisse değerleri, TR'nin değerleme çalışmasında dikkate alınan farklı yöntemlere göre seçilerek dikkate alınırken, TR'nin EU'daki sahiplik oranı da dikkate alınmıştır.

Çayırova Cam Sanayii A.Ş. (CY)

TR, **Çayırova Cam Sanayii A.Ş.**'nin %28,14 oranında hissedarıdır. Üretim faaliyeti bulunmaması ve en önemli varlıklarının CE iştiraki ve yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşması nedeniyle, çalışma kapsamında CY için sadece Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerleme çalışması gerçekleştirilen CY için yapılan değer düzeltmeleri kapsamında, %39,7 oranında iştiraki olması sebebiyle Cam Elyaf Sanayii A.Ş.'ye uygulanan düzeltmelerin (platinin yeniden değerlendirilmesi ve temettü ödemesi) etkisi dikkate alınmıştır. Ayrıca, 31.12.2019 itibarıyla CY'nin varlıkları arasında olduğu anlaşılan ancak 2020 yılı Ocak ayında satışı yapılmış bazı gayrimenkullerin satış esnasında gerçekleşen fiyatı ve satış sonrası oluşan kâr ve vergi yükümlülükleri ile ilgili değer düzeltmeleri de çalışma kapsamında dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

TRKCM (7/7)

Düzcam Grubu Vergi Varlıkları

Düzcam Grubu şirketlerinin, 2019 yıl sonu itibarıyla hak kazandıkları, kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararları bulunmaktadır. İlgili tutarlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Şirket	Para Birimi	Geçmiş Yıl Mali Zararı	Yatırım Teşvikleri
TR	m TL	-	148
RD	m RUB	1.544	-
HD	m INR	463	-
SO	m TL	-	2
RO	m RUB	2.611	-
BO	m BGN	4	-

Değerleme çalışması kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair Holding yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.

COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

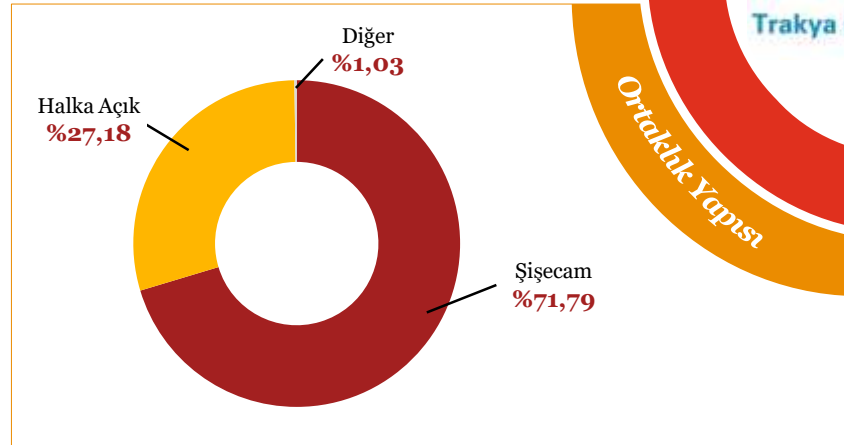
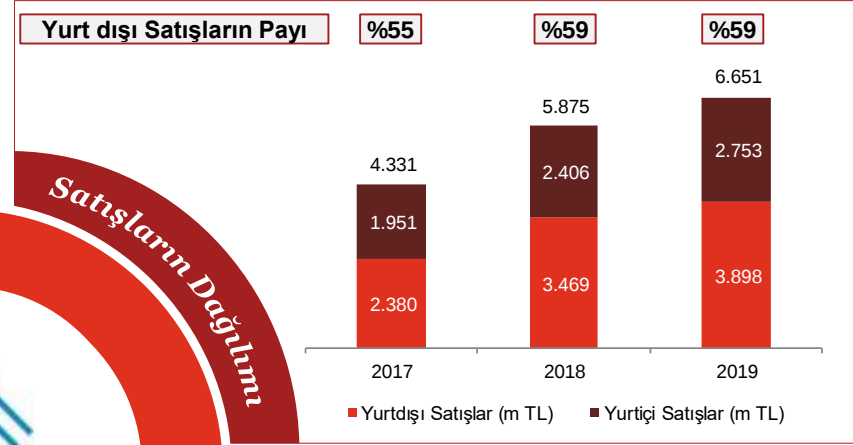
Türkiye'de ve Düzcam Grubu'nun faaliyetlerinin bulunduğu diğer ülkelerde özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren etkisini göstermeye başlamış COVID-19 salgınının, Düzcam Grubu faaliyetleri üzerindeki etkisini anlamak amacıyla TRKCM yönetimiyle ayrı bir toplantı yapılmış ve tarafımıza sağlanan beklenti ve iş planları bu bakış açısıyla bir kez daha incelenmiştir.

TRKCM yönetimi ile yapılan görüşmeler sonrasında, Covid-19 etkisiyle, inşaat ve otomotiv sektörlerine girdi sağlayan Düzcam Grubu'nun, azalan talep ve tedarik zincirlerinde yaşanan sorunlar sebebiyle, 2020 yılında, 2019 yılına kıyasla, konsolide FAVÖK tutarında yaklaşık %27 oranında bir düşüş öngörüldüğü anlaşılmaktadır. 2021 yılında toparlanmanın devam edeceği, 2022 yılı ve sonrasında ise Covid-19 öncesinde beklenen satış ve karlılık seviyelerinin tekrar yakalanacağı tahmin edilmektedir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan şirket bazlı projeksiyonlarda bu etki dikkate alınmıştır.

TRKCM Genel Bilgiler

TRKCM'nin %71,79'u SISE sahipliğinde, %27,18'lik kısmı ise halka açıktır. 10 ülkede 3,2m ton düzcam, 3,5m araç-set otomotiv camı ve 15m adet enkapsüle cam üretim kapasitesine sahiptir. 2017-2019 yılları arasında konsolide satışlarının ortalama %58'ini yurt dışına gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde FAVÖK marjı %20-25 aralığında gerçekleşmiştir.

Ülke	Fabrika Sayısı	Fırın Sayısı*	Kapasite ('000 ton)*
Türkiye	4	7	1.775
Rusya	1	1	230
Bulgaristan	1	2	370
İtalya	2	2	295
Hindistan	1	1	200
Mısır	1	1	280
Mimari Cam	10	14	3.150
('000 m2)			
Türkiye	3		6.043
Rusya	1		2.976
Romanya	1		3.628
Bulgaristan	1		2.096
Richard Fritz	3		2.100
Otomotiv Camı	9		16.842



m TL	2017	2018	2019
Net Satışlar	4.331	5.875	6.651
Değişim %	%43,6	%35,6	%13,2
FAVÖK	1.005	1.439	1.304
FAVÖK Marjı %	%23,2	%24,5	%19,6
Ana Ortaklık Payı	4.010	5.298	6.384
Ana Ortaklık Dışı Paylar	346	473	412
Özsermaye	4.356	5.770	6.797

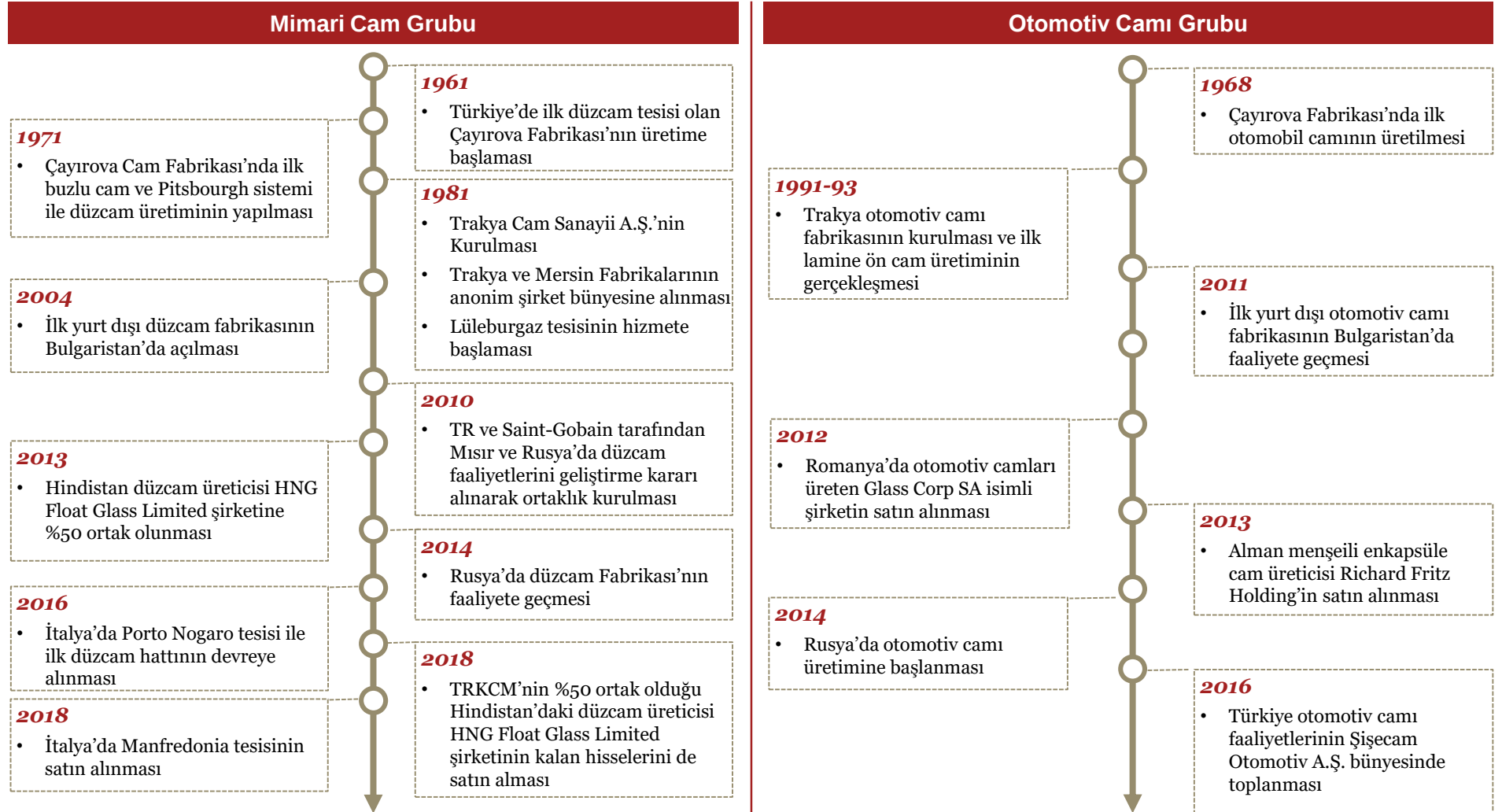
* 2019 yılı için kapasite ve fırın sayısını belirtir. Soğuk onarım etkisinden arındırılmamıştır. Rusya ve Mısır tesislerinde birer adet fırın vardır, sahiplik oranlarıyla (Rusya: %70, Mısır: %30) çarpıldığında toplam fırın sayısı 13 olarak hesaplanmaktadır.

** Geçmiş Finansal Göstergeler için konsolide TMS/TFRS finansallar baz alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

TRKCM

Önemli Tarihsel Gelişmeler



TRKCM

Faaliyetler ve Temel Göstergeler

TRKCM; Türkiye’de 7, Bulgaristan, Rusya ve İtalya’da 2, Hindistan, Romanya, Macaristan, Slovakya, Almanya, ve Mısır’da 1 adet olmak üzere, toplamda 19 tesis ile üretim faaliyetlerini sürdürmektedir. 2019 yılı itibarıyla 110’dan fazla ülkeye yapılan satışlarla toplamda **6,7 milyar TL** ciroya ulaşmıştır.

Üretim



- **10 ülkede** (Türkiye, Bulgaristan, Rusya, İtalya, Hindistan, Romanya, Almanya, Slovakya, Macaristan ve Mısır), **10 düzcam** ve **9 otomotiv camı** üretim tesisi

Kapasite



- 3,2m ton düzcam, 3,5m araç-set otomotiv camı ve 15m adet enkapsüle cam üretim kapasitesi
- 2019 yılında düzcam hat kapasitesi bazı pazar paylarında **Avrupa’nın 1., Dünya’nın 5. en büyük** düzcam üreticisi

Çalışanlar



- Dünya çapında yaklaşık **7.000** çalışan

Satışlar



- 2019 yılında **%59’u** yurt dışına olmak üzere toplam **6,7 milyar TL** konsolide ciro
- 110’dan fazla ülkeye ürün satışı

Markalar



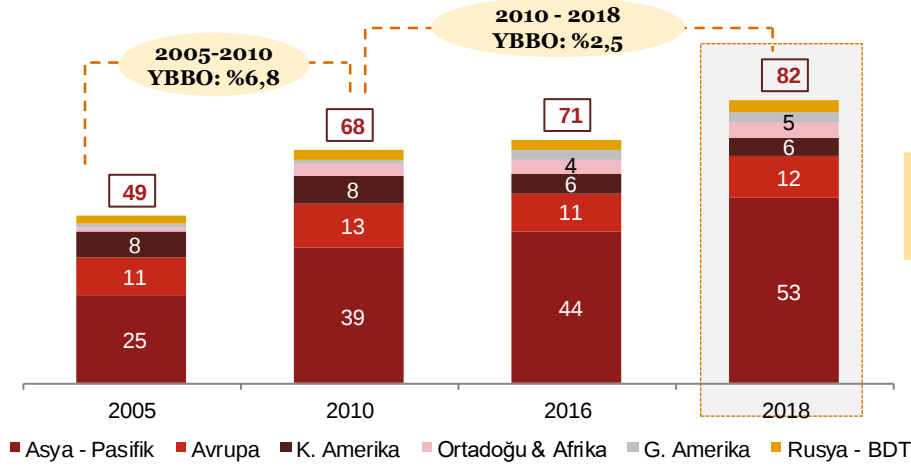
- Farklı alanlarda (düzcam, otomotiv camı ve enkapsülasyon) **3** uluslararası marka (Şişecam Düzcam, Şişecam Otomotiv, Fritz) altında satış faaliyeti

Kaynak: Şirket Yönetimi

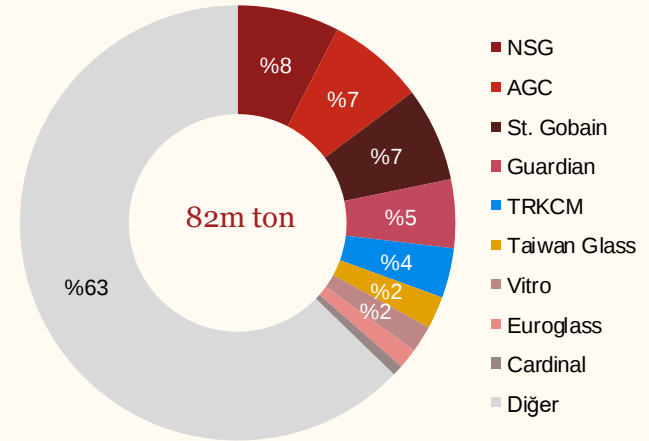
Küresel Düzcam Pazarı

Dünya genelinde toplam 82m ton net kapasiteye sahip 443 düzcam hattı bulunmaktadır. Bu hatların %60'tan fazlası Asya Pasifik bölgesinde konumlanmıştır. TRKCM; düzcam hat kapasitesi bazlı pazar paylarında Dünya'da 5. ve Avrupa'da 1. konumdadır.

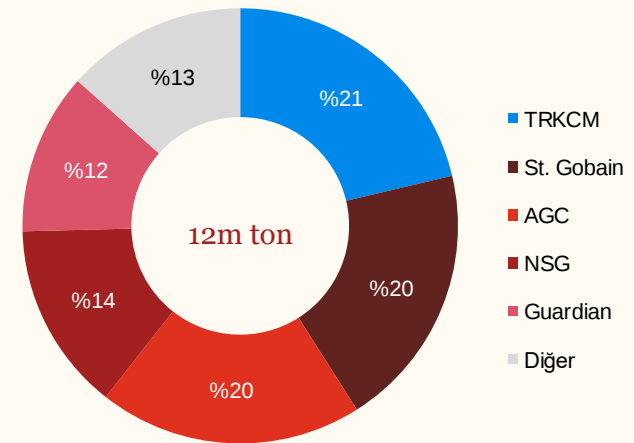
Küresel Düzcam Üretim Kapasitesi (m ton/yıl)*



Küresel Kapasite Bazlı Pazar Payları (2018)

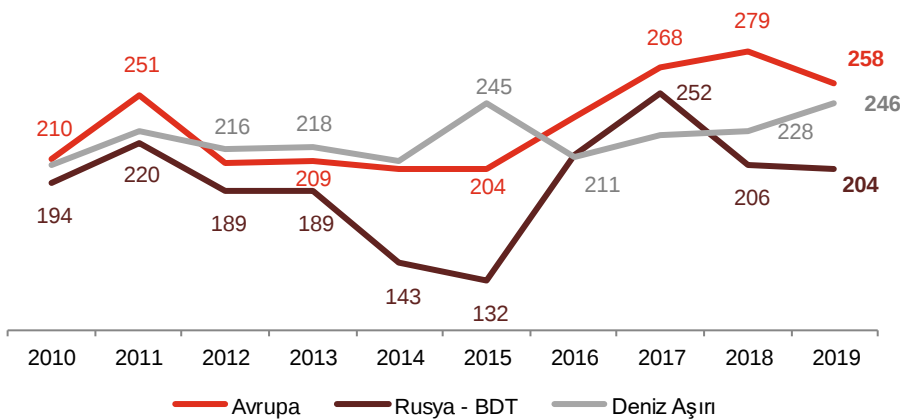


Avrupa Kapasite Bazlı Pazar Payları (2018)



Kaynak: Şişecam, PwC Analizi

Düzcam Fiyat Gelişimi (EUR/ton)**



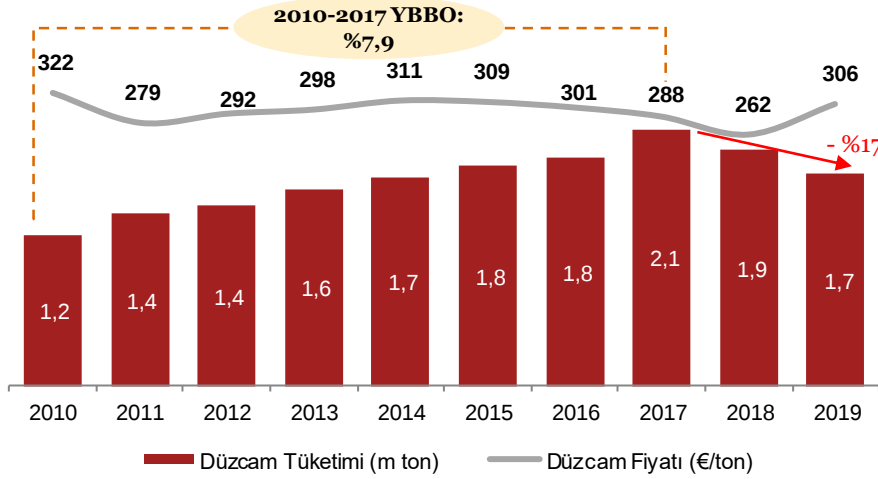
* Kapasite hesabında kısa dönemli soğuk tamirler dikkate alınmamıştır.

** 4mm renksiz EUR/ton FOB fiyatlar sunulmuştur.

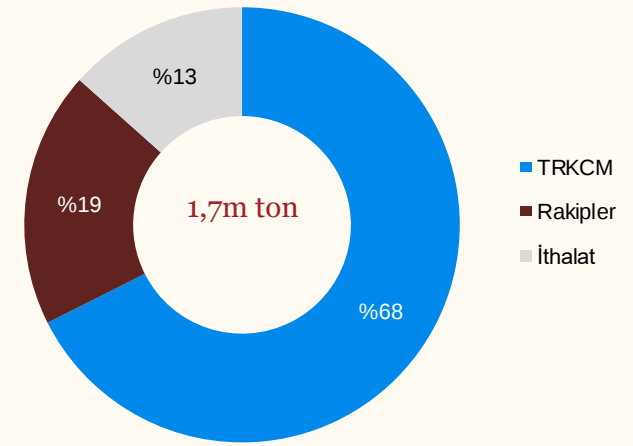
Türkiye Düzcam Pazarı

2010-2017 dönemleri arasında Türkiye’de düzcam tüketimi yılda ortalama %7,9 oranında büyüyerek 2,1m ton seviyesine ulaşmıştır. 2017 sonrasında, inşaat sektöründeki yavaşlamaya bağlı olarak, düzcam tüketimi 1,7m ton seviyesine gerilemiştir. TRKCM, %68 oranında pazar payıyla Türkiye’de pazar lideri konumundadır.

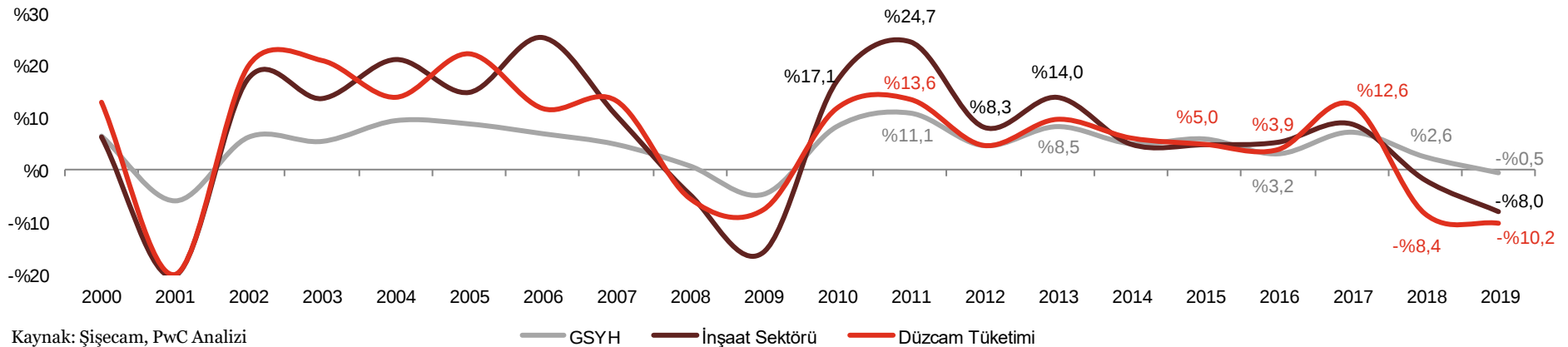
Düzcam Tüketimi (m ton) ve Fiyat Gelişimi (EUR/ton)*



Satış Bazlı Pazar Payları (2019)



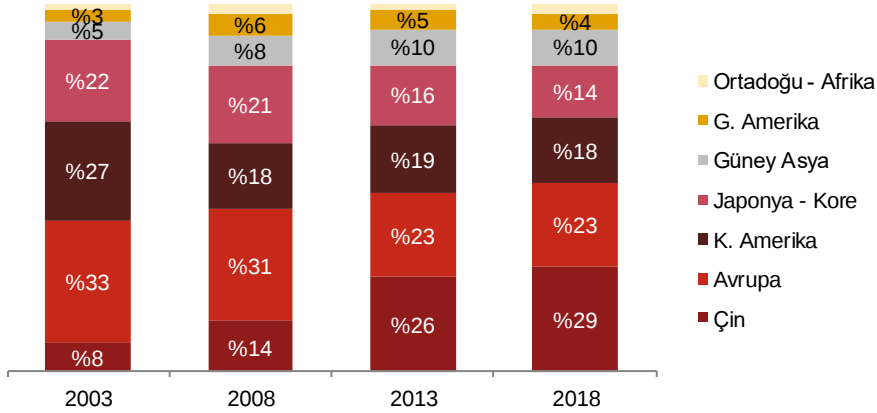
GSYH, İnşaat Sektörü ve Düzcam Tüketimi Büyümleri (%)



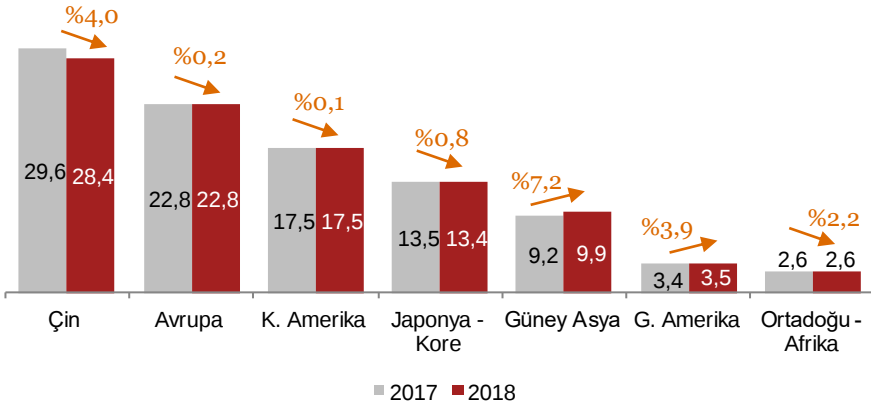
Küresel Otomotiv Camı Pazarı

Son dönemde, otomotiv üretiminin Avrupa, Kuzey Amerika ve Japonya'dan, Çin ve Güney Doğu Asya ülkelerine doğru kaydığı gözlemlenmektedir. Küresel otomotiv camı pazarının %71'i 4 büyük üretici (AGC, Fuyao, NSG ve Saint Gobain) tarafından paylaşılmaktadır.

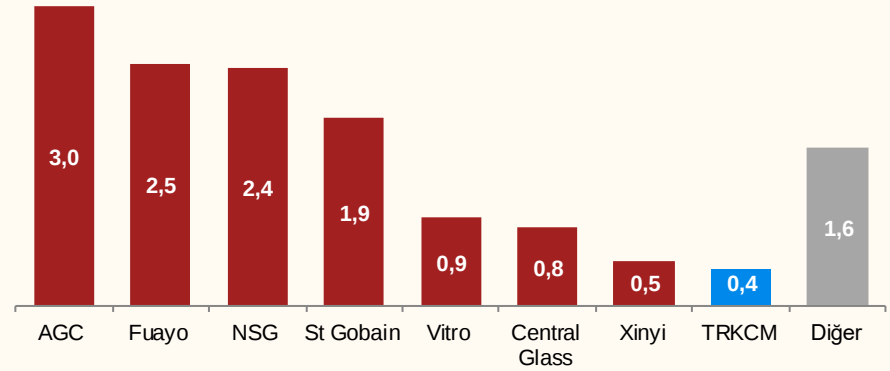
Otomotiv Üretiminin Bölgelere Dağılımı



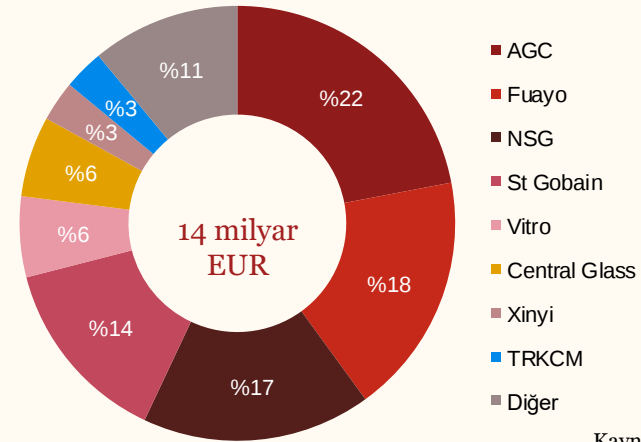
Otomotiv Üretim Adetleri (m)



Otomotiv Camı Pazarı 2018 Satışları (milyar EUR)



Otomotiv Camı Satış Bazlı Pazar Payları (2018)



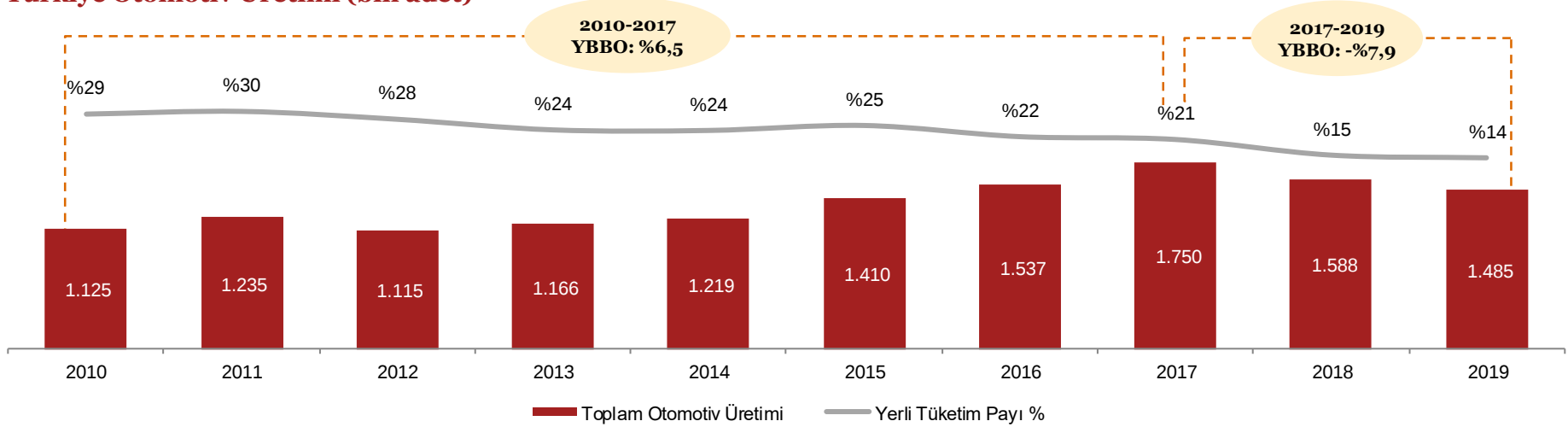
Kaynak: Şişecam, PwC Analizi

Kaynak: Şişecam, PwC Analizi

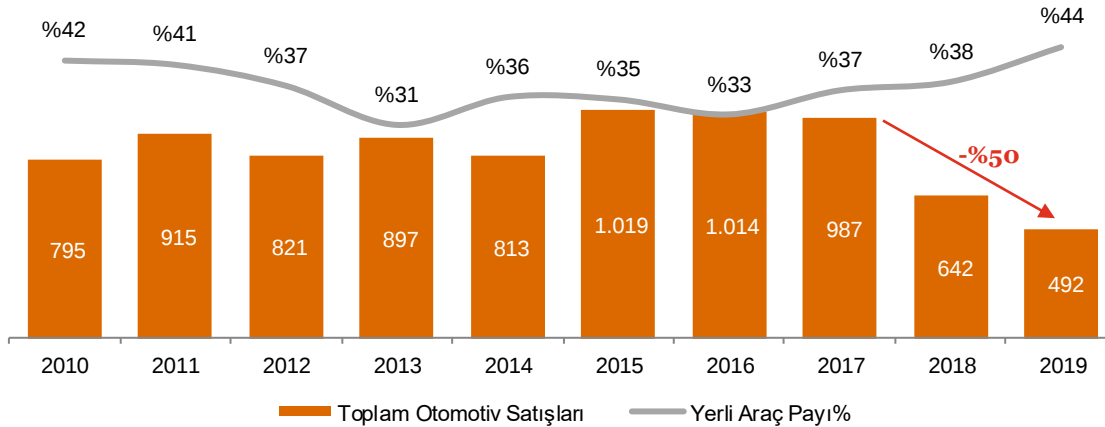
Türkiye Otomotiv Üretimi ve Otomotiv Camı Pazarı

2019 yılında yerel otomotiv satışları 2017 yılına kıyasla %50 azalarak 492 bin adet seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna bağlı olarak, yerli otomotiv üretiminin, 2017 yılında 1,8m adetten, 2019 yılında 1,5m adete düştüğü gözlemlenmiştir.

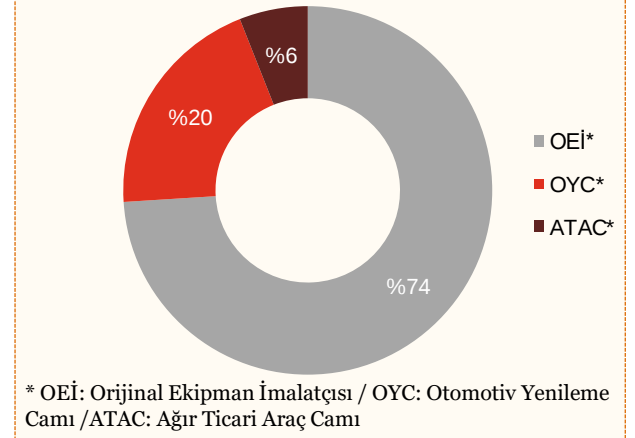
Türkiye Otomotiv Üretimi (bin adet)



Türkiye Otomotiv Satışları (bin adet)



Otomotiv Camı Sektör Dağılımı



Kaynak: OSD, Şişecam, PwC Analizi

TRKCM

Geçmiş Finansal Tablolar (1/2)

TRKCM'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

m TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	1.431	1.447	4.167
2 Ticari Alacaklar	705	980	930
2 Stoklar	682	1.090	1.433
Diğer Alacaklar	190	141	94
Diğer Dönen Varlıklar	99	113	272
Dönen Varlıklar	3.106	3.770	6.895
Finansal Yatırımlar	703	946	1.000
Türev Araçlar	-	-	27
3 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	481	308	345
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	1	1
4 Maddi Duran Varlıklar	3.577	4.896	5.917
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	44	314	338
Ertelenmiş Vergi Varlığı	52	79	63
Diğer Duran Varlıklar	59	40	322
Duran Varlıklar	4.916	6.584	8.013
Toplam Varlıklar	8.021	10.354	14.908
5 Kısa Vadeli Finansal Borçlar	636	1.205	2.360
Ticari Borçlar	484	598	976
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	41	49	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	366	300	468
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.526	2.152	3.803
5 Uzun Vadeli Finansal Borçlar	1.959	2.117	4.001
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	83	102	112
Ertelenmiş Gelirler	54	65	62
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	42	148	103
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1	0	30
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.139	2.432	4.308
Özkaynaklar	4.356	5.770	6.797
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	8.021	10.354	14.908

- 2019 yılında SISE tarafından 700m \$ tutarında tahvil ihracı gerçekleştirilmiştir. İlgili tahvil ihracı grup şirketlerine ihtiyaçları oranında paylaştırılmıştır. Hazır değerlerde, 2019 yıl sonunda bir önceki yıllara kıyasla görülen artış tahvil ihracı yoluyla TRKCM'ye aktarılan fonlarla ilgilidir.
- Şirket'in üretim süreci, talepten bağımsız olarak cam fırınlarının doğası gereği kesintisiz olarak ürün üretmek üzerine kurulmuştur. Son yıllarda inşaat sektöründe görülen yavaşlamadan dolayı stok devir hızının artarak 60 günden 80 güne doğru yükseldiği anlaşılmaktadır.
- Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar altında, TRKCM'nin iştirakleri olan Saint Gobain Glass Egypt S.A.E (%30), Camış Elektrik Üretim A.Ş. (%34) ve Çayirova Cam Sanayi A.Ş.'nin (%28) net defter değerleri takip edilmektedir.
- Düzcamlar üretimi, sermaye yoğun bir iş kolu olup, üretimin sürekliliğinin sağlanabilmesi için yüksek tutarda yatırım harcaması yapılması gerekmektedir. Mevcut fırınların faydalı ömrü 13 yıl olup, üretimin sürekliliği için, 13. yılın sonunda, fırın başına yaklaşık 35m EUR tutarında soğuk onarım harcaması yapılmalıdır. Kapasite artırımı kapsamında yapılan yeni fırın yatırımları, fırın başına yaklaşık 150m EUR seviyesindedir. Maddi Duran Varlıklar bakiyesindeki artışlar yapılan fırın ve makine ekipman yatırımlarından kaynaklanmaktadır.
- Şirketin 2018 yıl sonu itibarıyla, 3,3 milyar TL seviyesinde olan finansal borç bakiyesi 2019 yıl sonunda 6,4 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Aynı dönemde nakit tutarının da yükselmesi sebebiyle net borç tutarındaki artış 309m TL ile sınırlı kalmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

Geçmiş Finansal Tablolar (2/2)

TRKCM'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

m TL	MY17	MY18	MY19
1 Net Satışlar	4.331	5.875	6.651
Satışların Maliyeti	(2.931)	(3.955)	(4.625)
Brüt Kar	1.400	1.920	2.025
Genel Yönetim Giderleri	(287)	(404)	(481)
2 Pazarlama Giderleri	(504)	(679)	(852)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(26)	(21)	(25)
3 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	208	403	292
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(94)	(156)	(119)
(+) Amortisman	307	376	463
FAVÖK	1.005	1.439	1.304
(-) Amortisman	(307)	(376)	(463)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	697	1.063	841
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	94	348	205
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(0)	(11)	(5)
Finansman Gelirleri	330	721	756
Finansman Giderleri	(397)	(1.028)	(1.043)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlardaki Kar Payı	50	53	41
TFRS-9 Değer Düşüklüğü Kazancı / (Zararı)	-	(23)	3
4 İştirak Pay Alımı Sonucu Oluşan Kazanç / (Zarar)	-	49	-
Vergi Öncesi Kar	773	1.172	798
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(117)	(194)	(79)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(12)	13	50
Dönem Karı (Zararı)	644	991	769

- TRKCM'nin satışları 2017-2019 yılları arasında ortalamada yıllık %24 oranında bir artış göstermiştir. Mimari cam ve otomotiv camı üretimi alanında faaliyet gösteren şirketin, 2017-2019 dönemlerinde, satışlarının yaklaşık %60'ı mimari cam, kalan %40'ı da otomotiv camı satışlarından kaynaklanmaktadır.
- Pazarlama giderlerinin büyük bir bölümü nakliye giderlerinden oluşmaktadır. Şirket, 2019 yılında düşen Türkiye inşaat talebinden etkilenmemek adına yurt dışı satışlarına ağırlık vermiştir. İlgili coğrafya değişikliği faaliyet giderlerinin 2019 yılında satışlara oranının artmasına sebep olmuştur. Şirket, 2019 yıl sonu itibarıyla grup dışı satışlarının nakliye düşülmüş tutarlarından %1,75 oranında Holding'e royalty ödemesi yapmaktadır. Royalty giderleri Pazarlama Giderleri altında takip edilmektedir.
- Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler içerisinde ağırlıklı olarak, hurda satış karı/(zararı), hammadde satış karı/(zararı), sigorta hasar tazminatı, operasyonel kur farkı gelir/(gideri) ve diğer operasyonel nitelikli tutarlar bulunmaktadır.
- İştirak Pay Alımı Sonucu Oluşan Kazanç / (Zarar) tutarı, 2018 yılında %50 pay oranıyla özkaynaktan pay alma yöntemiyle muhasebeleştirilen HNG Float Glass Limited (Sisecam Flat Glass India Private Limited)'in kalan %50'sinin de satın alınması sonucu ortaya çıkmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

Değerleme Sonuçları

TRKCM'nin 4 farklı değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Değeri) kapsamında oluşan değerlendirme sonuçları aşağıdaki tabloda özet olarak sunulmuştur.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Değeri	Açıklama
Gelir Yaklaşımı 	8.178 m TL	“Parçaların Toplamı” yöntemiyle solo şirket değerlerinden konsolide hisse değeri hesaplanmıştır. Üretim şirketleri için “İNA” yöntemi, Holding şirketleri ve operasyonel olmayan diğer şirketler için ise “NVY” yöntemi uygulanmıştır. Projeksiyonlar her şirketin kendi fonksiyonel para birimi üzerinden 2020-2025 yıllarını kapsayacak şekilde hazırlanmıştır.
Piyasa Yaklaşımı 	7.764 m TL	Operasyonel ve finansal yapı olarak benzer karşılaştırılabilir şirketler tespit edilmiştir. Bu şirketlerden elde edilen 2015-2019 dönemlerini kapsayan 5 yıllık ortalama ŞD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. İlgili çarpan, 2019-2022 dönemlerini kapsayan 4 yıllık ortalama FAVÖK (2019 değerleriyle) tutarına uygulanmıştır.
Net Varlık Yaklaşımı 	6.275 m TL	Grubun bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına göre 31.12.2019 itibarıyla hazırlanmış konsolide bilançosunda sunulan özkaynak tutarı düzeltilerek dikkate alınmıştır.
Borsa Değeri 	3.794 m TL	TRKCM'nin günlük ağırlıklı ortalama hisse fiyatının pay adedi ile çarpılması sonucu bulunan piyasa değerinin son 1 yıllık (31 Ocak 2019-30 Ocak 2020) ortalaması dikkate alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla dağıtılması/toplanması planlanan temettüler de Borsa Değeri kapsamında dikkate alınmıştır.

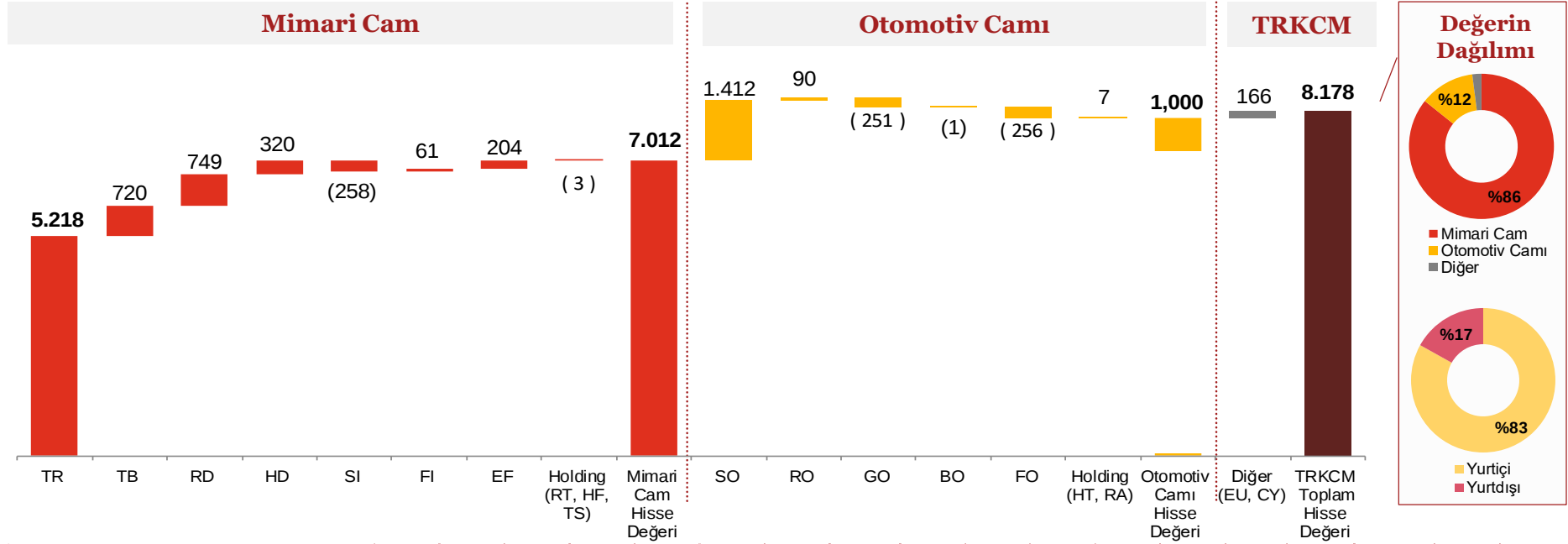
Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **8,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



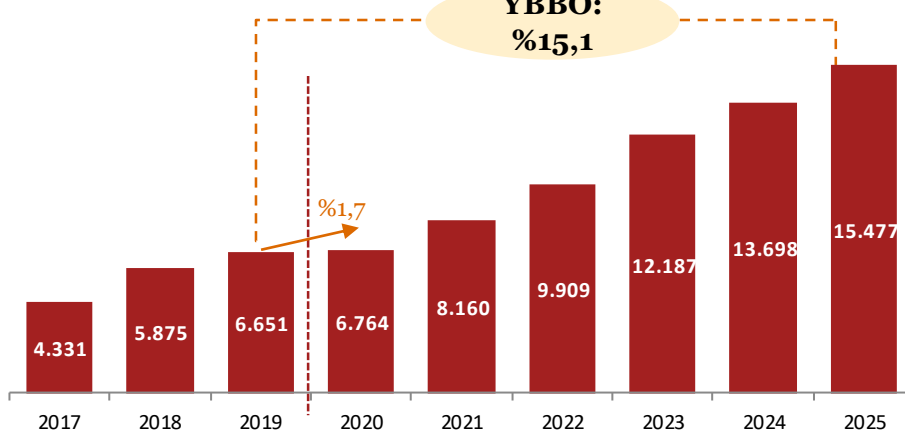
(m TL)	TR	TB	RD	HD	SI	FI	EF	Holding (RT, HF, TS)	Mimari Cam Toplam	SO	RO	GO	BO	Fritz	Holding (HT, RA)	Otomotiv Camı Toplam	Diğer (EU, CY)	TRKCM Toplam
Şirket Değeri	4.977	1.341	840	225	(85)	226	-	-	7.524	1.147	166	172	299	145	-	1.929	-	9.454
Net Nakit/(Borç)	143	(620)	377	89	(174)	(174)	-	-	(359)	264	(76)	(424)	(301)	(430)	-	(965)	-	(1.324)
Vergi Varlığı	119	-	2	6	-	9	-	-	136	0	0	-	1	0	-	2	-	138
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	28	-	28	-	28
Temettü Ödemesi (-)	(130)	-	(148)	-	-	-	-	-	(278)	-	-	-	-	-	-	-	-	(278)
Temettü Geliri (+)	108	-	-	-	-	-	-	-	108	-	-	-	-	-	-	-	-	108
Hisse Değeri	5.218	720	1.070	320	(258)	61	681	(3)	7.809	1.412	90	(251)	(1)	(256)	7	1.000	571	9.380
Efektif Hisse Oranı	100,0%	100,0%	70,00%	100,0%	100,0%	100,0%	30,0%	-	-	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	-	-	-
Hisse Değeri - TRKCM	5.218	720	749	320	(258)	61	204	(3)	7.012	1.412	90	(251)	(1)	(256)	7	1.000	166	8.178

Kaynak: Holding Yönetimi, PwC Analizi

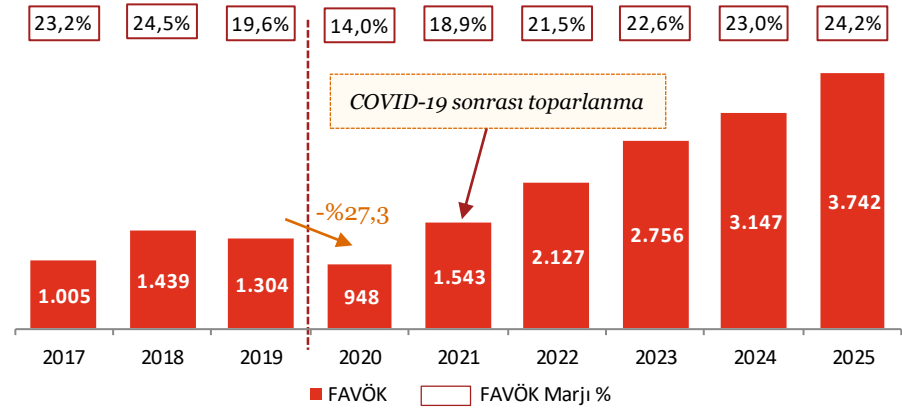
TRKCM Gelir Yaklaşımı

TRKCM'nin konsolide satışlarının 2019-2025 arasında yıllık ortalama %15 büyüyeceği öngörülmektedir. 2020 yılında, COVID-19 salgınının etkisiyle, %14 seviyesine düşmesi beklenen konsolide FAVÖK marjının, projeksiyon döneminin devamında kademeli bir şekilde yükselerek geçmiş dönemlerdeki seviyesine tekrar ulaşacağı öngörülmektedir.

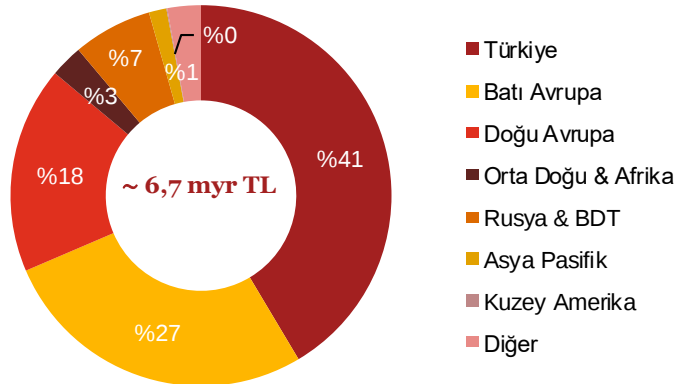
Konsolide Satışlar* (m TL)



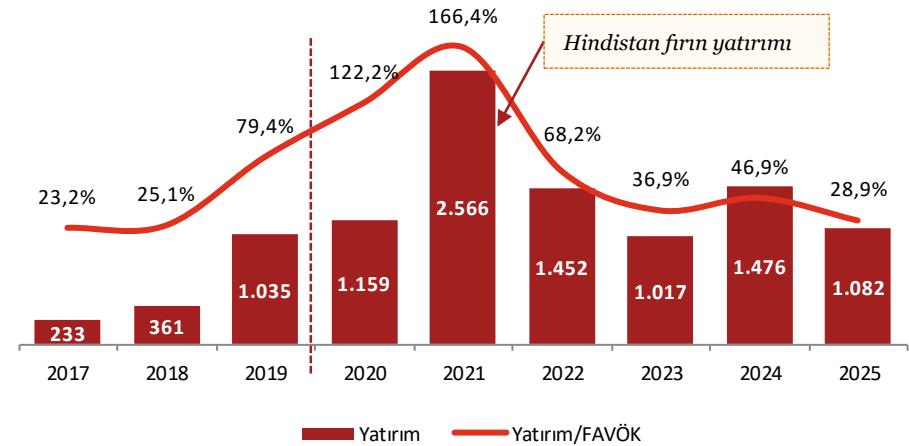
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)

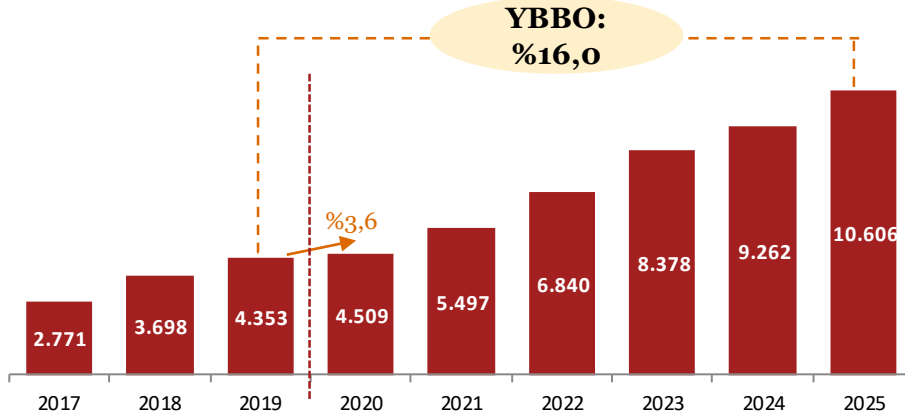
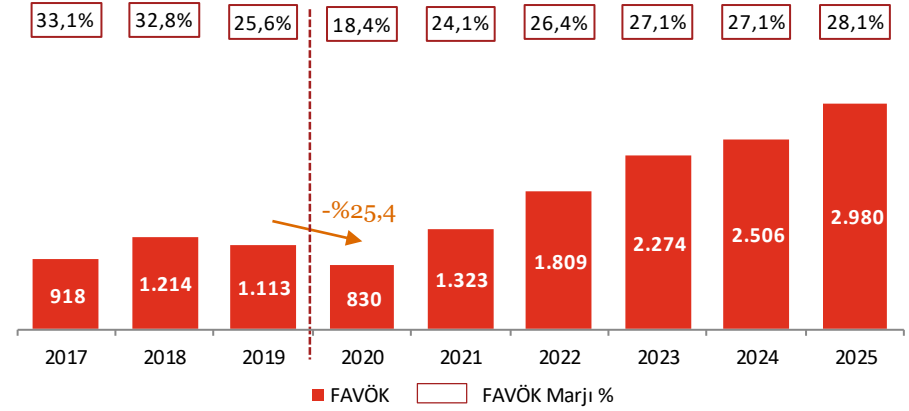
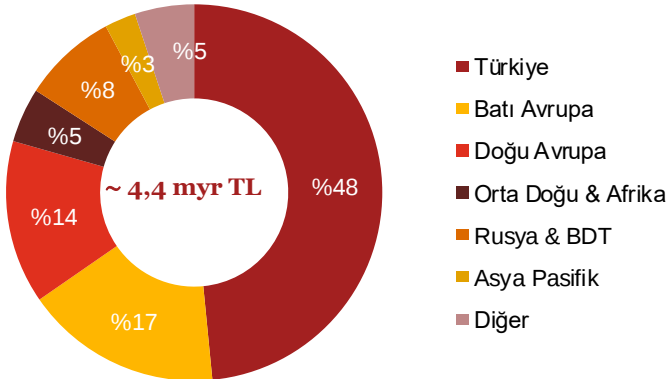
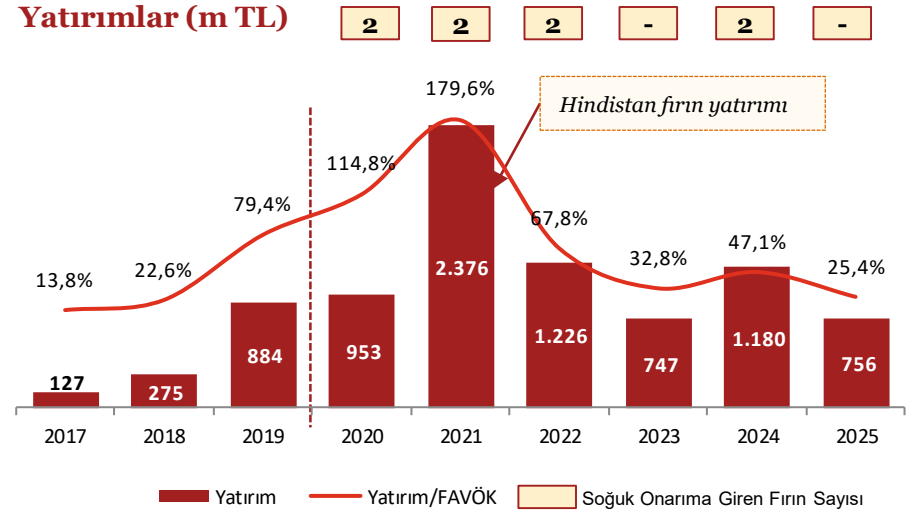


* 2017-2019 dönemleri için, bağımsız denetimden geçmiş, TMS/IFRS raporlarda yer alan konsolide tutarlar sunulmuştur.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Mimari Cam Gelir Yaklaşımı**

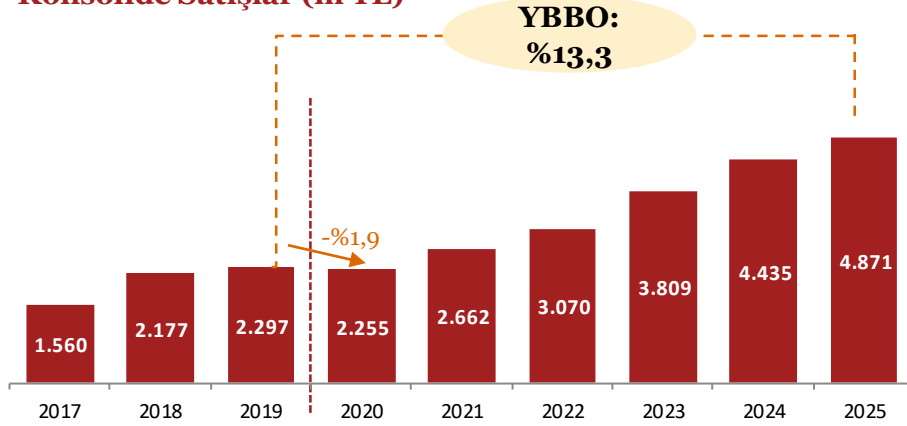
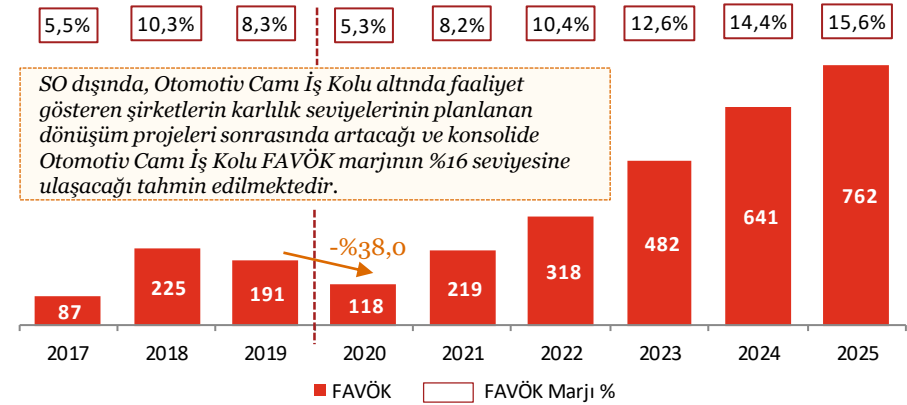
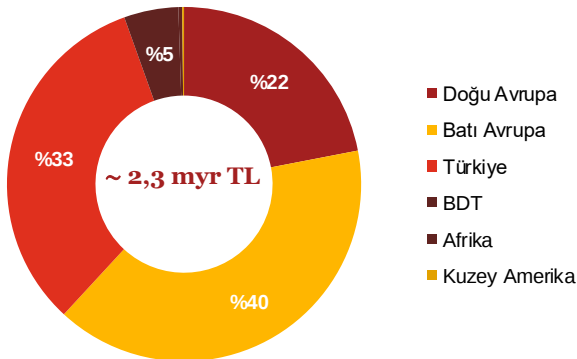
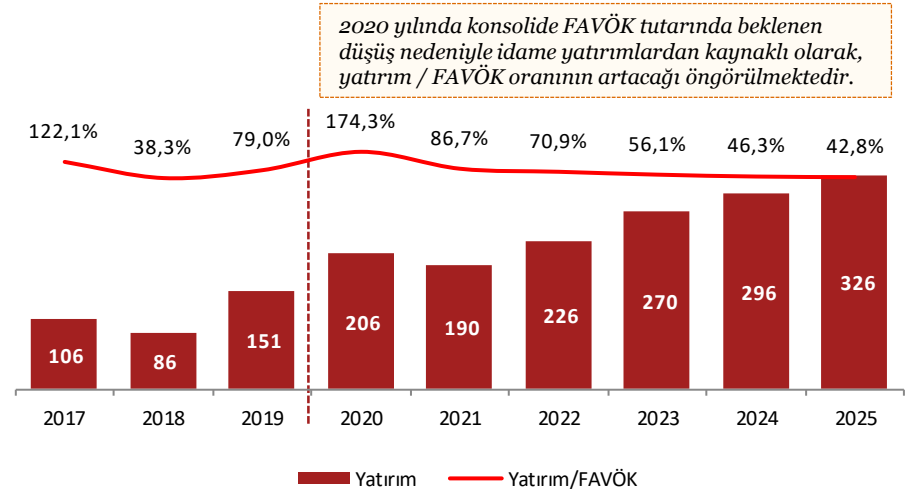
Mimari Cam iş kolunun konsolide satışlarının 2019-2025 arasında yıllık ortalama %16 büyüyeceği öngörülmektedir. 2020 yılında, COVID-19 salgınının etkisiyle, %18 seviyesine düşmesi beklenen konsolide FAVÖK marjının, projeksiyon döneminin devamında kademeli bir şekilde yükselerek geçmiş dönemlerdeki seviyesine tekrar ulaşacağı öngörülmektedir.

Konsolide Satışlar (m TL)**Konsolide FAVÖK (m TL)****Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019****Yatırımlar (m TL)**

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Otomotiv Camı Gelir Yaklaşımı**

Otomotiv Camı iş kolunun konsolide satışlarının 2019-2025 arasında yıllık ortalama %13 büyüyeceği öngörülmektedir. 2020 yılında, COVID-19 salgınının etkisiyle, %5 seviyesine düşmesi beklenen konsolide FAVÖK marjının, projeksiyon döneminin devamında kademeli bir şekilde yükselerek %16 seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Konsolide Satışlar (m TL)**Konsolide FAVÖK (m TL)****Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019****Yatırımlar (m TL)**

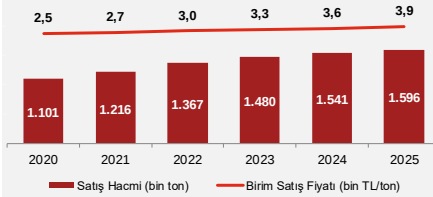
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(1/6)**

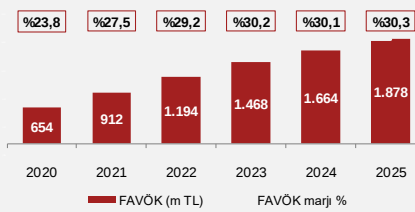
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

Mimari Cam Türkiye - TR**Satışlar**

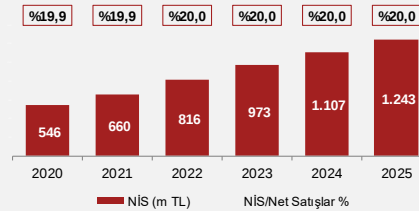
Net satışlardaki büyümenin artan hacim ve birim fiyatlara bağlı gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirketin ürün portföyünde daha karlı ürünlere yönelmesi ve yeni açılacak fırının (TR8) etkisi ile 2020-25 arası %17,7 YBBO öngörülmüştür.

**Karlılık**

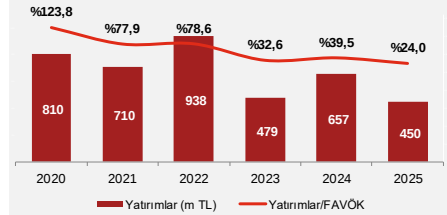
2017-2019 dönemlerinde TR'nin ort. FAVÖK marjı %30 seviyesinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde, FAVÖK marjının, kısa vadede daha düşük seyredeceği; ancak uzun vadede, tekrar tarihsel dönemlerdeki seviyesini yakalayacağı öngörülmektedir.

**İşletme Sermayesi**

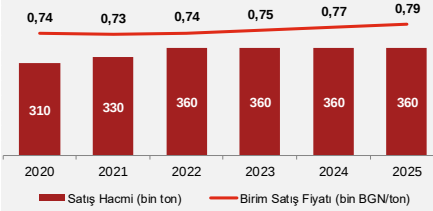
Projeksiyon döneminde İşletme Sermayesi seviyesinin satışlara oranının %20 seviyesinde kalacağı öngörülmüştür.

**Yatırım**

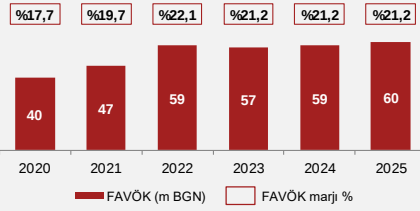
Şirket faal durumdaki 5 düzcam ve 1 buzlu cam fırını projeksiyon döneminde soğuk onarım almayı planlamaktadır. Şirket Yönetimi tarafından projeksiyon döneminde 2020 yılında yeni fırın yatırımının (TR8) devam edeceği belirtilmiştir.

**Mimari Cam Bulgaristan - TB**

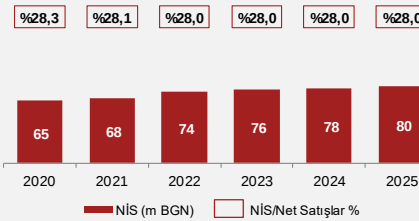
Net satışlardaki reel büyümenin hacim kaynaklı gerçekleşmesi beklenmektedir. Fiyatların enflasyona bağlı olarak artacağı ve reel olarak sabit kalacağı öngörülmektedir. 2020-25 yılları arasında satışların %4,5 YBBO ile artacağı öngörülmüştür.



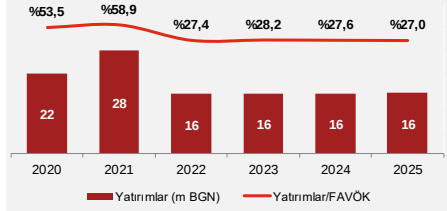
Brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca %42 seviyesinde seyredeceği, öngörülen hacim artışına istinaden, FAVÖK marjının kademeli olarak artarak %21 seviyesine ulaşacağı anlaşılmaktadır.



Şirketin projeksiyon döneminde İşletme Sermayesi seviyesinin satışlara oranının projeksiyon döneminde %28 civarında sabit kalacağı öngörülmüştür.



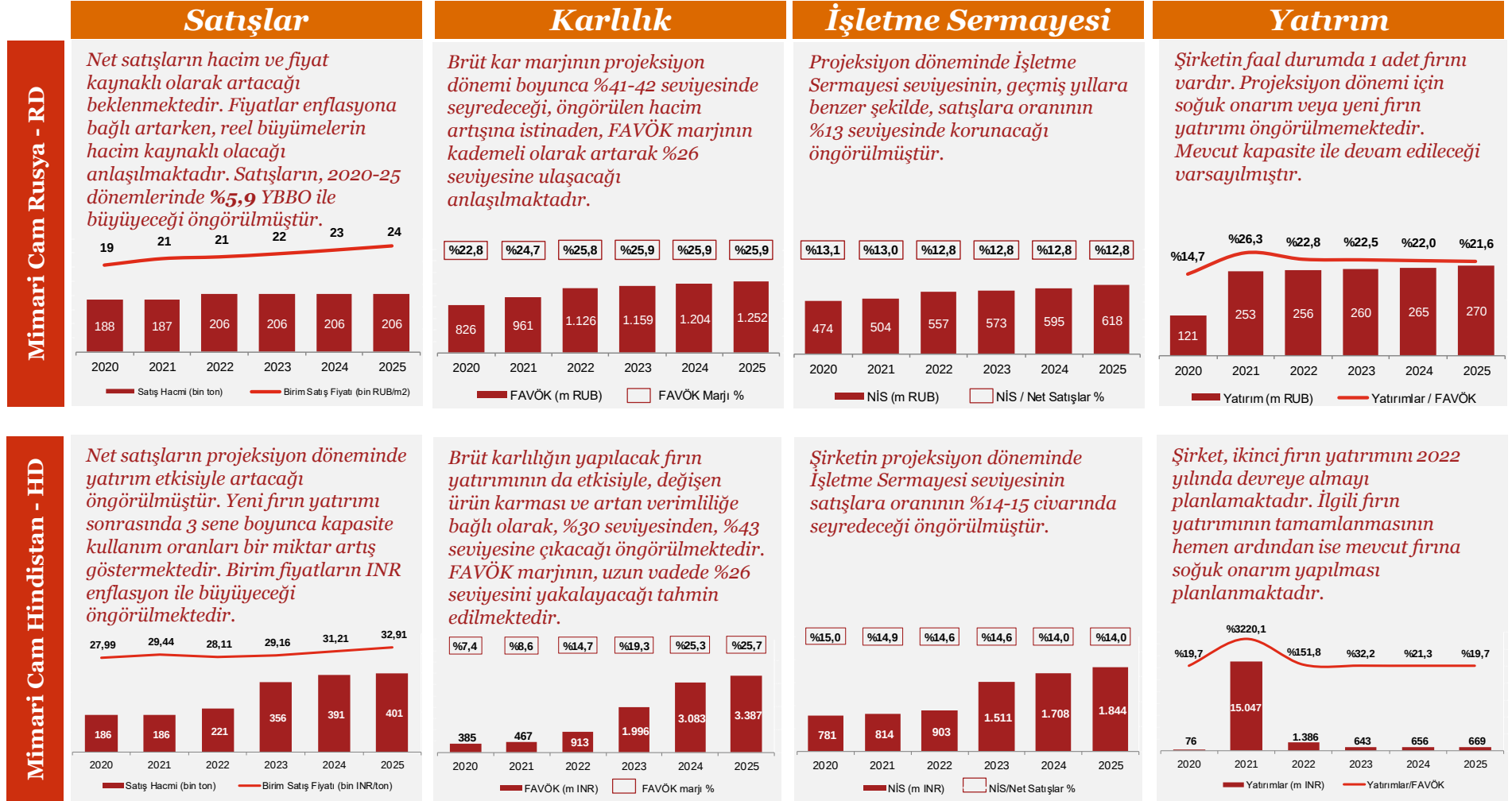
Şirket'in 2020 ve 2021 yıllarında depo yatırımı gerçekleştirmesi planlanmaktadır. Projeksiyon döneminde yeni fırın yatırımı ve soğuk onarım öngörülmektedir.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(2/6)**

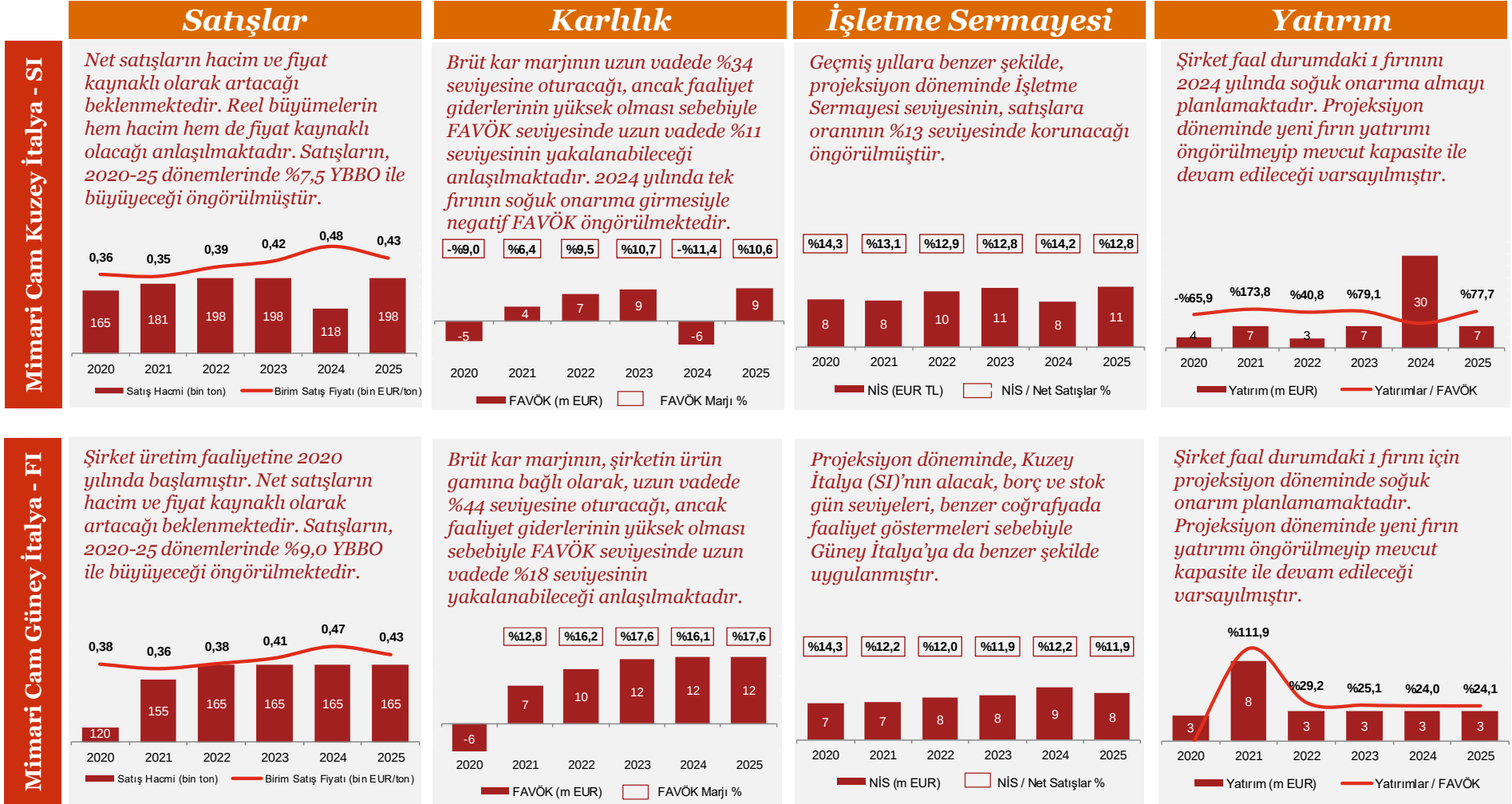
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(3/6)**

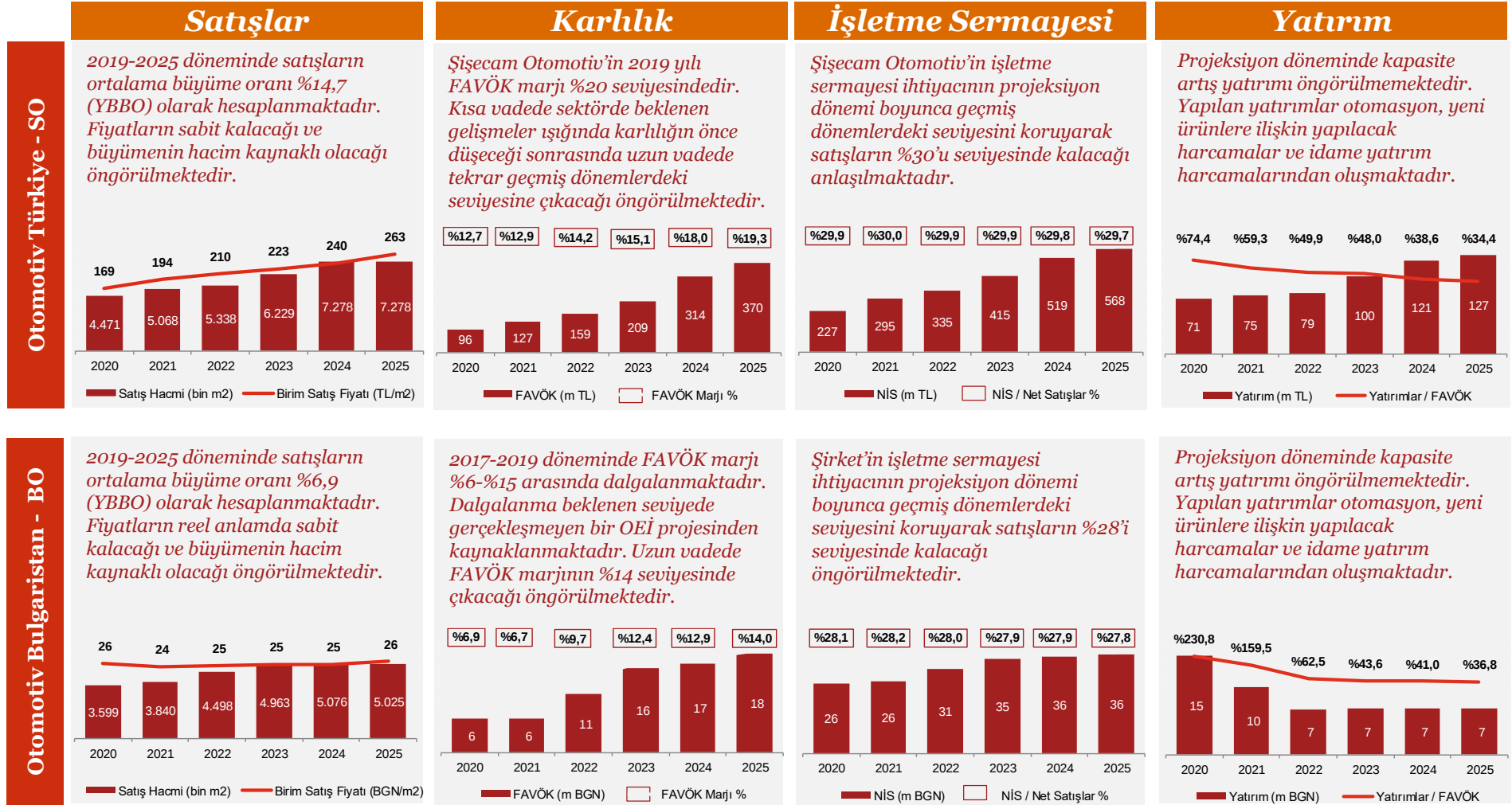
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(4/6)**

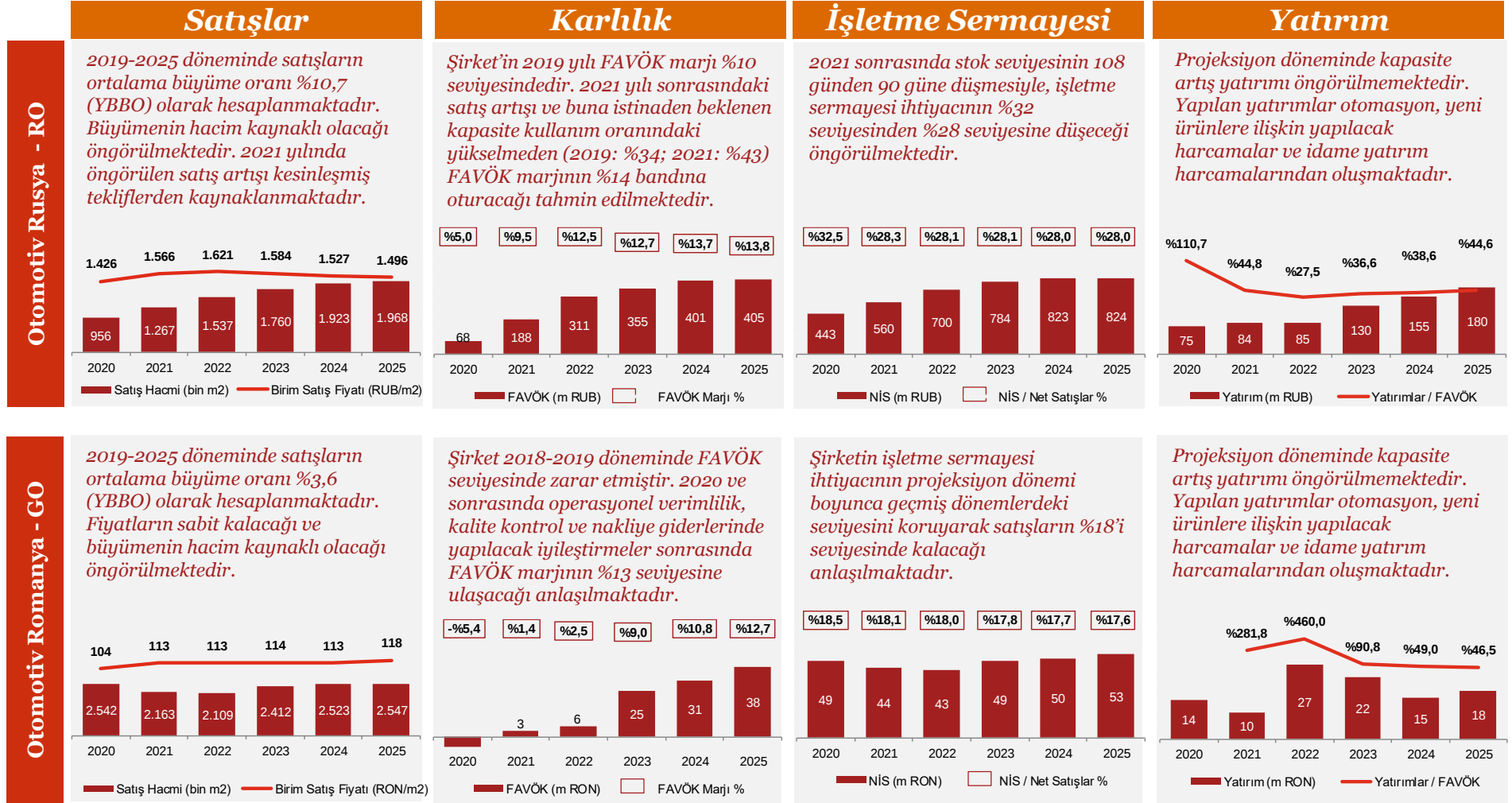
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(5/6)**

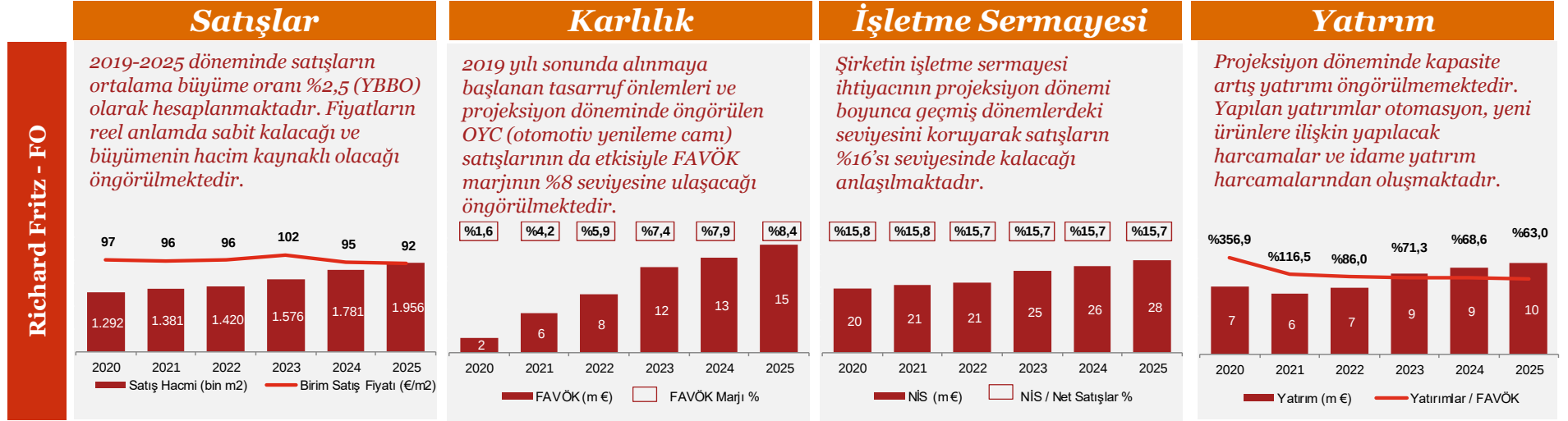
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(6/6)**

Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM**Piyasa Yaklaşımı (1/2)**

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **7,8 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	1.304	948	1.543	2.127	
1 Sahiplik Oranı ile Çarpılmış FAVÖK**	1.272	926	1.515	2.093	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 fiyatına indirgenmiş)	1.272	827	1.208	1.496	1.201
ŞD / FAVÖK (x)					7,3x
3 Şirket Değeri					8.787
Net Finansal (Borç) / Nakit					(1.437)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					28
Vergi Varlığı					137
Temettü Düzeltmesi, net					(126)
5 Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar					370
Saint Gobain Glass Egypt S.A.E					204
Camiş Elektrik Üretim A.Ş.					29
Çayırova Cam San. A.Ş.					137
6 Diğer Şirketler					4
Trakya Investment B.V.					1
Automotive Glass Alliance Rus Trading OOO					6
Trakya Glass Rus Trading OOO					(1)
Şişecam Flat Glass Holding B.V.					(1)
TRSG Glass Holding B.V.					(1)
Hisse Değeri					7.764

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilen şirketlerin, sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarlarını içerir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 TRKCM'nin MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide, sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarları piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanı 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır. (Seçilen şirketler ve çarpan hesaplamasının detaylarını devam eden sayfada bulabilirsiniz.)
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketlerin; net finansal borç/nakit, yatırım amaçlı gayrimenkul, vergi varlığı, ve planlanan temettü gelirleri/giderleri dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin TRKCM seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- 5 Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların 31.12.2019 itibarıyla hesaplanan hisse değerleri hesaplamaya dahil edilmiştir. Çayırova Cam Sanayii A.Ş. için Net Varlık Yöntemi, Saint Gobain Glass Egypt S.A.E için konsolide TRKCM mali tablolarında taşınan özkaynak değeri ve Camiş Elektrik Üretim A.Ş. için ise GY kullanılarak hesaplanan değer dikkate alınmıştır.
- 6 Operasyonel olmayan diğer şirketlerin, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

TRKCM

Piyasa Yaklaşımı (2/2)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **7,8 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Karşılaştırılabilir Şirketler ve Çarpan Analizi

m \$	Şirket Değeri					Net Satışlar					FAVÖK					FAVÖK %				
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19
Compagnie de Saint-Gobain S.A.	30.425	29.565	36.954	36.300	29.389	43.033	41.268	49.003	47.829	47.776	4.232	4.173	4.947	5.761	5.087	%10	%10	%10	%12	%11
AGC Inc.	8.476	7.778	11.123	11.940	12.335	11.034	10.986	12.994	13.881	13.968	2.011	1.835	2.212	2.203	2.008	%18	%17	%17	%16	%14
Fuyao Glass Industry Group Co., Ltd.	5.289	5.962	8.967	9.554	8.399	2.091	2.394	2.876	2.941	3.031	563	648	790	785	694	%27	%27	%27	%27	%23
Vitro, S.A.B. de C.V.	906	1.707	2.292	1.896	1.626	820	963	2.075	2.238	2.180	174	230	418	370	282	%21	%24	%20	%17	%13
Xinyi Glass Holdings Limited	2.431	3.058	4.006	5.254	4.484	1.479	1.657	1.885	2.045	2.087	322	507	589	616	703	%22	%31	%31	%30	%34
CSG Holding Co., Ltd.	3.816	3.759	3.335	2.681	2.226	1.145	1.292	1.672	1.543	1.416	219	309	350	282	281	%19	%24	%21	%18	%20
Zhuzhou Kibing Group Co.,Ltd	2.316	1.879	2.125	2.344	1.988	796	1.003	1.166	1.218	1.238	170	290	345	324	312	%21	%29	%30	%27	%25

Piyasa yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketler belirlenirken seçilen şirketlerin faaliyet alanları, karlılık, borçluluk seviyeleri ve operasyonel yapıları dikkate alınmıştır.

TRKCM'nin mevcut global pazar payı ve satış hacmi dikkate alınarak 7 adet global düzcüm üretimi yapan şirket çarpan analizinde kullanılmıştır.

Şirketlerin seçilmesinde; fırın sayısı, pazar genişliği, ürün gamı, satış hacmi, FAVÖK oranı, borçluluk oranı, karlılık seviyesi ve benzer finansal metrikler göz önünde bulundurulmuştur. Seçilen şirketlerin, TRKCM'nin uluslararası pazarlarda rekabet ettiği şirketler olduğu anlaşılmaktadır.

Seçilen 7 şirketin, 2015-2019 dönemleri arasında halka açık piyasalarda gerçekleşen ŞD/FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Yukarıdaki tabloda gösterilen şirket değerleri, seçilen şirketlerin ilgili yıl boyunca ortaya çıkan ortalama şirket değerleridir.

Seçilen 7 şirketin, 2015-2019 dönemleri için hesaplanan ortalama çarpanları yukarıdaki tabloda gösterildiği şekilde **6,7x - 7,8x** arasındadır. 2015-2019 dönemlerinin ortalaması olarak hesaplanan **7,3x** piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.

m \$	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ort.
Compagnie de Saint-Gobain S.A.	7,2x	7,1x	7,5x	6,3x	5,8x	6,8x
AGC Inc.	4,2x	4,2x	5,0x	5,4x	6,1x	5,0x
Fuyao Glass Industry Group Co., Ltd.	9,4x	9,2x	11,4x	12,2x	12,1x	10,8x
Vitro, S.A.B. de C.V.	5,2x	7,4x	5,5x	5,1x	5,8x	5,8x
Xinyi Glass Holdings Limited	7,6x	6,0x	6,8x	8,5x	6,4x	7,1x
CSG Holding Co., Ltd.	a.d.*	12,2x	9,5x	9,5x	7,9x	9,8x
Zhuzhou Kibing Group Co.,Ltd	a.d.*	6,5x	6,2x	7,2x	6,4x	6,6x
Ortalama	6,7x	7,5x	7,4x	7,8x	7,2x	7,3x

* Uç değerler olarak ortaya çıkan çarpanlar çalışma kapsamında dikkate alınmamıştır.

TRKCM

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla TRKCM'nin toplam hisse değeri **6,3 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	1.250
Sermaye Düzeltme Farkları	6
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	648
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	1.249
Yabancı Para Çevrim Farkları	1.209
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	40
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	232
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.250
Net Dönem Karı veya Zararı	750
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	412
Toplam Özkaynak	6.797
1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi	(412)
2 Temettü Düzeltmesi, net*	(135)
3 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Varlıklara İlişkin Düzeltme	25
Net Varlık Değeri	6.275

* TRKCM için konsolide seviyede ortaya çıkan net temettü etkisini belirtir. Konsolide seviyede, alt şirketlerden TR'ye dağıtılan temettüler hem gelir, hem de gider olduklarından elimine olmaktadır. Nette kalan 135m TL, TRKCM'nin grup dışına dağıtacağı temettüyü (130m TL) ve RD'den TR'ye gelen temettüye istinaden ödenecek olan stopajı (efektif stopaj kesintisi: 5m TL) ifade eder. Piyasa Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı altında net temettü düzeltmesi 126m TL olarak gösterilmiştir. Bu gösterimsel bir farktır. Kalan -9m TL GY ve PY altında yapılan hesaplama Çayirova Cam Sanayii A.Ş. üzerinden dahil olmaktadır.

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış, TMS/TFRS'ye uygun ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, TRKCM'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançosunda bulunan özkaynak tutarının, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketin toplam hisse değerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla, TRKCM'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı 6.797m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri **6.275m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi:

Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içerisinde gösterilen kontrol gücü olmayan paylar Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

2 Temettü Düzeltmesi:

TRKCM'nin 31.12.2019 sonrasında gerçekleşecek olan net temettü ödemesini ifade eder. Net temettü düzeltmesi, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

3 Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Varlıklara İlişkin Düzeltme:

Çayirova Cam Sanayii A.Ş., Saint Gobain Glass Egypt S.A.E ve Camış Elektrik Üretim A.Ş. TRKCM'nin mali tablolarına Özkaynak Yöntemi ile dahil edilmektedir. İlgili şirketlerin hisse değerleri belirlenirken konsolide TRKCM mali tablolarında taşınan özkaynak değerleri dikkate alınmıştır.

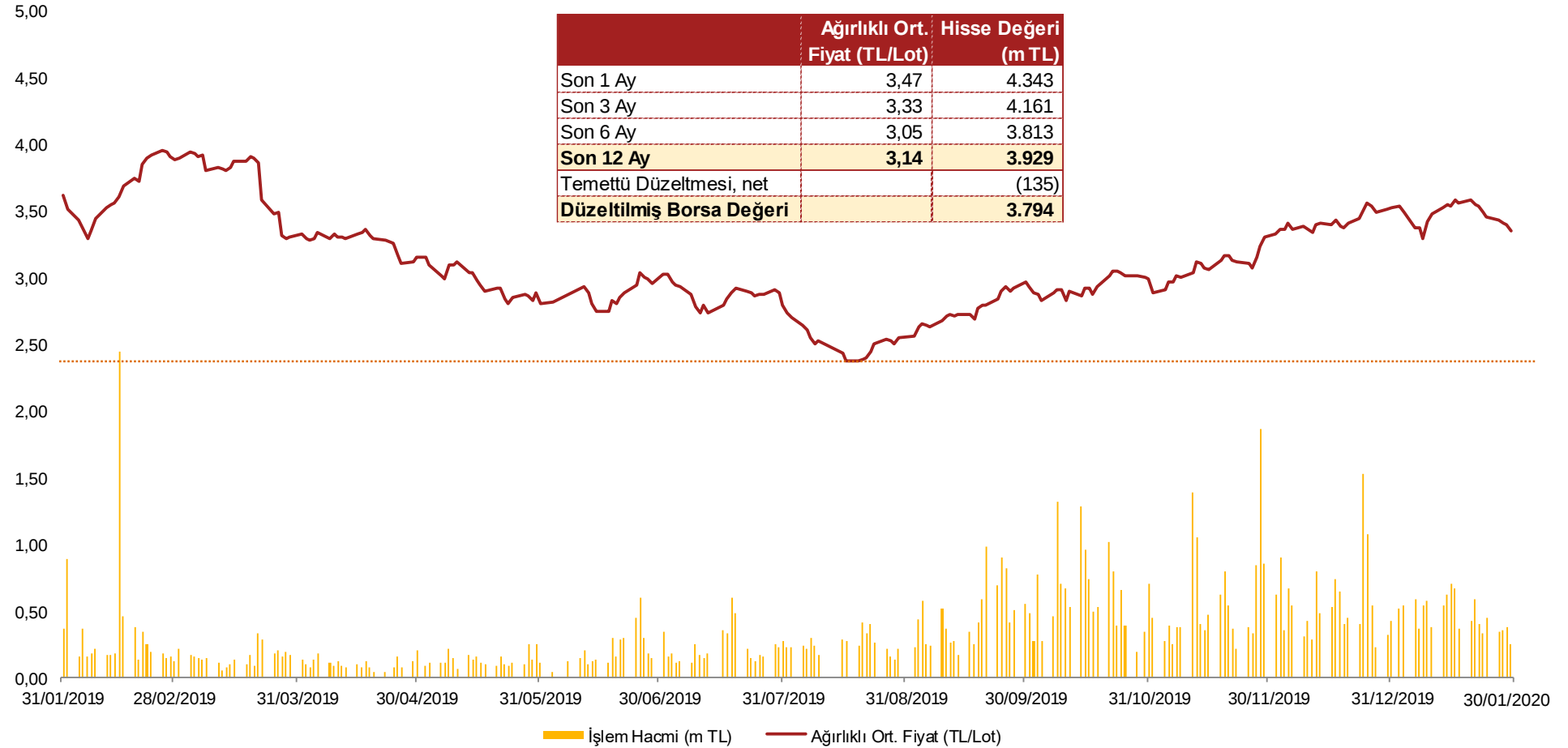
Çayirova Cam Sanayii A.Ş. özelinde Net Varlık Yaklaşımı kapsamında yapılan düzeltmeler, hesaplama dahil edilmiştir.

TRKCM Borsa Değeri

TRKCM'nin Borsa Değeri, birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'den itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre TRKCM'nin Borsa Değeri **3,8 milyar TL** olarak hesaplanmaktadır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)

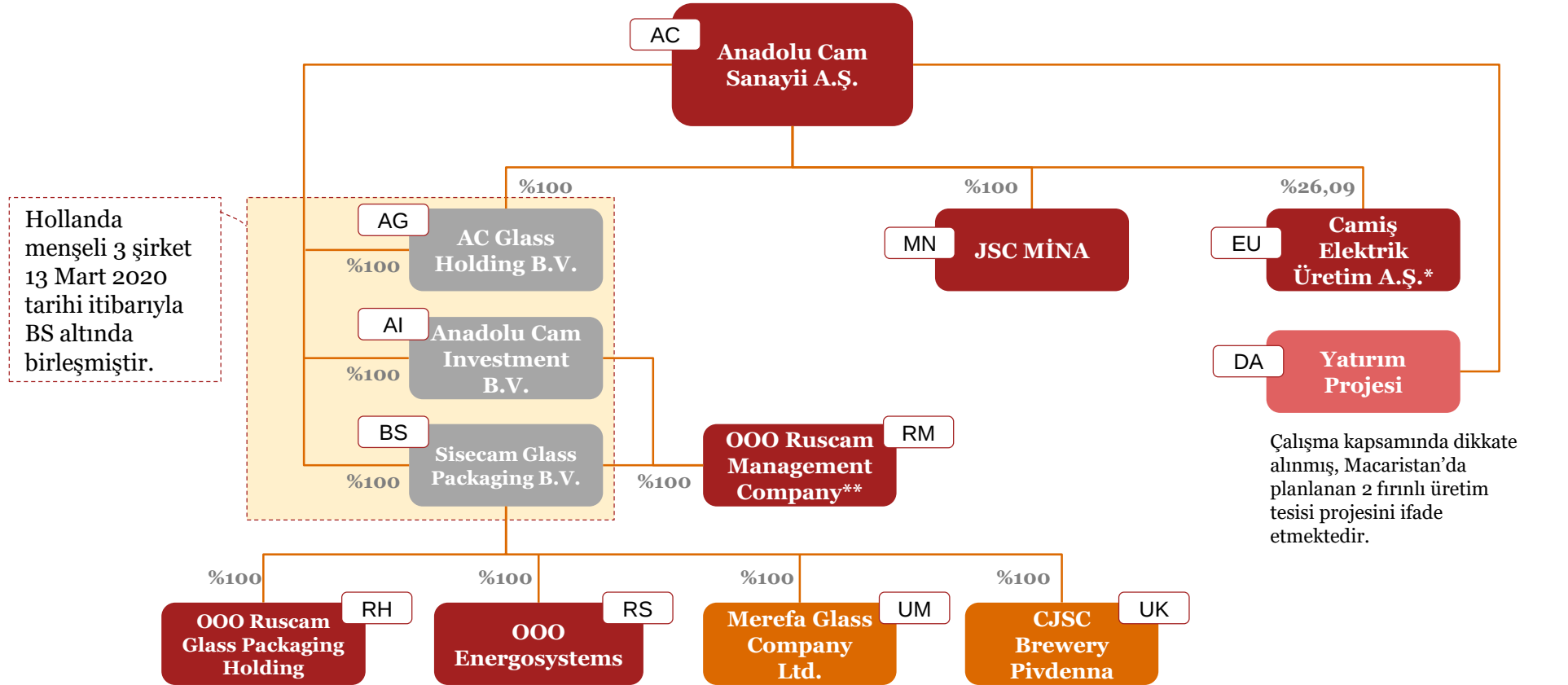


Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

ANACM

ANACM Ortaklık Yapısı

ANACM, 3 üretim şirketi ve 1 holding şirketi (BS) ile cam ambalaj iş kolunda faaliyet göstermektedir. ANACM, Camış Elektrik Üretim A.Ş. dışında tüm iştiraklerinde **%100** ortaklık payına sahiptir.



*Faal bir şirkettir ancak cam ambalaj alanında faaliyeti bulunmamaktadır. Elektrik üretim faaliyeti bulunmaktadır.

** Bordrosunda RH yönetiminde görevli 4 kişi bulunmaktadır. Giderleri Ruscam'a yansıtılmaktadır.

Kaynak: Şirket yönetimi

Şirket Kodu

Üretim

Gayrifaal
Şirket

Holding
Şirketi

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

ANACM (1/4)

Cam Ambalaj Grubu

Cam Ambalaj Grubu'nun üretim faaliyetleri ANACM çatısı altında toplanmıştır. Cam Ambalaj Grubu, üretim faaliyetlerini Türkiye'de 3, Rusya'da 5, Gürcistan'da 1 olmak üzere toplam 9 tesiste sürdürmektedir. ANACM yurt içinde sahip olduğu Mersin, Yenişehir ve Eskişehir fabrikalarıyla ülkenin lider cam ambalaj üreticisi konumundadır. ANACM'nin üretim faaliyetlerinde bulunan iştirakleri ise Rusya'da sektörün bira alt pazarında lider konumunda olan Ruscam ve Gürcistan'ın tek cam ambalaj fabrikasına sahip olan Mina'dır.

Yatırım Projesi

ANACM üç farklı ülkede gerçekleştirdiği mevcut üretim faaliyetlerine ek olarak, halihazırda tedarikçisi olduğu uluslararası bir alkollü içecek üreticisi ile anlaşma sağlanması halinde, Doğu Avrupa'da cam ambalaj üretimi gerçekleştirecek bir fabrika kurmayı planlamaktadır ("Yatırım Projesi" ya da "YP"). Uzman Kuruluş Raporu tarihi itibarıyla söz konusu Yatırım Projesi üzerinde taraflar kesin bir mutabakata ulaşamamışlardır. Ancak ANACM yönetiminin beklentileri dahilinde ve pazarlıklarda gelinen seviye dikkate alınarak, Yatırım Projesi Uzman Kuruluş Raporu çalışmasında dikkate alınmıştır. ANACM yönetiminin Yatırım Projesi ile ilgili nakit akımı projeksiyonlarında ifade edilenin üzerine Uzman Kuruluş raporu tarihi itibarıyla ek bir harcama yapmadığı ve yatırımların da rapor tarihi itibarıyla henüz başlamadığı anlaşılmaktadır.

Anadolu Cam Sanayii A.Ş. (AC)

Anadolu Cam Sanayii A.Ş. ("AC" ya da "Anadolu Cam"), 2018-2019 yıllarında yüksek yatırım harcamaları gerçekleştirerek önemli kapasite artışları gerçekleştirmiştir. Bu doğrultuda 2018 yılında Eskişehir fabrikasına, 2019 yılında da Mersin fabrikasına yeni birer fırın eklenerek toplam fırın sayısını 12 adet seviyesine çıkartmıştır. Yapılan yeni fırın ve soğuk onarım yatırımları sonucunda 2017 yılında 1,1m ton olan üretim kapasitesi 2019 yılının sonunda 1,4m tona yükseltilmiştir. ANACM yönetimi tarafından hazırlanan iş planına göre, projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in yeni fırın yatırımına ihtiyaç duymaksızın sadece soğuk onarım çalışmalarıyla mevcut üretim kapasitesini kademeli olarak artırarak 1,7 m ton seviyesine çıkartması hedeflenmektedir.

5 yıllık iş planına göre; Türkiye cam ambalaj sektörünün 2025 yılına kadar yıllık ortalama %4 büyüyeceği ve Anadolu Cam'ın 2019 yılında %58 olan pazar payının projeksiyon dönemi boyunca önemli seviyede değişmeyeceği öngörülmektedir. Anadolu Cam'ın yurt dışına gerçekleştirmiş olduğu satışların ise 2020 yılında hacimsel olarak bir önceki yıla kıyasla %27 artarak 343 bin tona ulaşması planlanmaktadır. 2020 yılında gerçekleştirilmesi beklenen yurt dışı satışlardaki artışla beraber Anadolu Cam'ın iş planı dönemi boyunca 2020 ve 2025 yılları arasında satış hacminin yılda ortalama %5 seviyesinde artması beklenmektedir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

ANACM (2/4)

OOO Ruscam Glass Packaging Holding (RH)

OOO Ruscam Glass Packaging Holding ("RH" ya da "Ruscam") faaliyet göstermekte olduğu Rusya cam ambalaj sektöründe 2011-2017 yılları arasında toplam %22 oranında küçülme yaşanmıştır. İlgili dönemde 13 adet cam ambalaj tesisi üretimine son verirken, Ruscam da 2013 yılında Pokrovsky fabrikasının faaliyetlerine geçici olarak ara vermiştir. Sektör'deki üreticilerin azalmasıyla beraber pazar payını önemli ölçüde artırabilen Ruscam, 2019 yılında %31'lik pazar payına ulaşarak Rusya'nın en büyük cam ambalaj üreticisi konumunu güçlendirmiştir. 2020 yılında gayriaktif bulunan Pokrovsky fabrikasının tekrardan üretime başlaması planlanmaktadır. Pokrovsky fabrikasının tekrardan üretime başlamasıyla beraber Ruscam'ın Rusya'da 5 fabrikasıyla satış hacimlerinin projeksiyon dönemi boyunca 1m ton civarında olması öngörülmektedir.

JSC MİNA (MN)

JSC MİNA ("MN" ya da "Mina") , faaliyet göstermekte olduğu ülke olan Gürcistan'da tek üretici konumundadır. Mina'nın sahip olduğu iki fırınlı yıllık 60 bin ton üretim kapasitesine sahip olan üretim tesisi ağırlıklı olarak maden suyu, şarap ve alkolsüz içeceklerle yönelik üretim kombinasyonlarıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. İş planı kapsamında, Mina'nın satışlarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalması planlanırken kapasite artışına yönelik yatırımlar planlanmamaktadır. Gürcistan'da 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren kurumlar vergisi uygulaması kaldırılmış olması nedeniyle Mina'nın projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi ödemeyeceği öngörülmüştür.

Holding Şirketleri

Holding şirketleri olan AC Glass Holding B.V., Anadolu Cam Investment B.V. ve Şişecam Glass Packaging B.V. Hollanda'da ANACM tarafından yurt dışında finansman ve yatırım faaliyetleri gerçekleştirmeleri amacıyla kurulmuştur. Şirketlerin bir faaliyetleri bulunmamaktadır ve sadece Şişecam Glass Packaging B.V. Ruscam'a iştirak etmektedir. İlgili şirketler, gelir yaratıcı faaliyetlerinin olmaması nedeniyle, Uzman Kuruluş Raporu kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılan değerlendirme çalışmalarında şirketlerin 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SPK'ya sunulmak üzere bağımsız denetim çalışmaları sonrası hazırlanmış ve TMS/TFRS 'ye uygun mali tablolarındaki varlık (iştirak paylarından arındırılmış) ve yükümlülüklerin net değeri dikkate alınmıştır. Ayrıca, söz konusu üç şirketin 13 Mart 2020 itibarıyla Şişecam Glass Packaging B.V. altında birleştirildiği bilgisi de SISE yönetimi tarafından paylaşılmıştır.

Rusya'daki Diğer Şirketler

Ruscam Management Company ve Energosystems şirketleri Rusya'da kurulmuş olup, Ruscam'ın faaliyetlerinden kaynaklanan personel ve üretim giderlerinin bir kısmını üstlenmektedirler. Bu kapsamda ilgili şirketler katlandıkları maliyetleri doğrudan Ruscam'a yansıtarak gelir elde etmekte olup mevcut faaliyetlerinden kaynaklı ticari gelir elde etmeyi amaçlamamaktadırlar. İlgili şirketler, önemli miktarda gelir yaratıcı faaliyetlerinin olmaması nedeniyle, Uzman Kuruluş Raporu için yapılan çalışma kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirilmiştir.

Merefa Üretim Tesisi

ANACM 2011 yılında Ukrayna'da Merefa'daki üretim tesisini satın almış olup, Ukrayna'daki faaliyetlerini Merefa Glass Company ve CJSC Brewery Pivdenna şirketleri üzerinden yürütmektedir. Ancak, Ukrayna'da son yıllarda yaşanan siyasi ve ekonomik olumsuz gelişmeler üzerine ANACM Merefa'daki üretimini durdurma kararı almıştır. Dolayısıyla ilgili şirketler, gelir yaratma kapasitelerinin tahmin edilebilmesindeki engeller dikkate alınarak, Uzman Kuruluş Raporu için yapılan çalışma kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirilmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

ANACM (3/4)

Camiş Elektrik Üretim A.Ş. (EU)

ANACM, elektrik üretim ve satış faaliyetleri bulunan Camiş Elektrik'in %26,09 oranında hissedarıdır. Camiş Elektrik, ANACM'nin mali tablolarında özkaynak yöntemine göre muhasebeleştirilmektedir. Değerleme çalışması kapsamında Camiş Elektrik için Gelir Yaklaşımı ve Net Varlık Yaklaşımı yöntemlerine göre tahmin edilmiş hisse değerleri, ANACM'nin değerleme çalışmasında dikkate alınan farklı yöntemlere göre seçilerek dikkate alınırken ANACM'nin Camiş Elektrik'teki sahiplik oranı da dikkate alınmıştır.

Vergi Varlıkları

Cam Ambalaj Grubu içerisindeki şirketlerin farklı sebeplerden dolayı ortaya çıkmış ya da hak etmiş oldukları ve iş planı dönemleri boyunca kurumlar vergisi yükümlülüklerini sınırlandırabileceği anlaşılan vergi varlıkları bulunduğu anlaşılmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirketler bazında vergi varlıkları ile ilgili bilgiler sunulmaktadır:

Şirket	Para Birimi	Geçmiş Yıl Mali Zararı (m)	Yatırım Teşvikleri (m)
AC	m TL	m.d.	410
RH	m RUB	9.445	m.d.
MN	m GEL	m.d.	m.d.

Şirketler için yapılan değerleme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltilmesi olarak değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışma yapılırken şirketlerin faaliyette bulundukları Türkiye dışındaki ülkelerdeki yerel vergi mevzuatları da ilgili şirket yönetimlerinin verdiği bilgiler dahilinde dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

ANACM (4/4)

Hisse Grupları Arasındaki Değer Farkı

ANACM'nin üç farklı hisse grubu bulunmaktadır (A Grubu, B Grubu ve Kurucu İntifa Senetleri). B Grubu ve Kurucu İntifa Senetleri, çoğunluk hisseleri oluşturan A Grubu'ndan kar dağıtım seviyesinde farklı imtiyazlara sahiptir. Halka açık olmayan ve kar dağıtım imtiyazlarına sahip B Grubu paylarının, A Grubu paylarından daha değerli olduğu anlaşılmaktadır. Geçmiş 10 yıllık dönem incelendiğinde, B Grubu hisselerinin imtiyazları sayesinde, A Grubu hisselerinden 4,70 kat daha fazla hisse başı kar payına hak kazandığı anlaşılmaktadır. B Grubu hisseleri, A Grubu hisselerine kıyasla daha likit oldukları için bulunan kat sayıya %20 oranında bir likidite iskontosu uygulanmıştır. Bir adet B Grubu hissenin değerinin bir adet A Grubu hissenin 3,76 (4,70 x (1-%20)) katı olacağını varsayılmaktadır. Farklı değerlendirme yöntemleri altında, A ve B Grubu hisselerine farklı değerler yansıtılmıştır. İlgili hesaplamanın detayları raporun 153, 154 ve 155. sayfalarında sunulmuştur.

COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

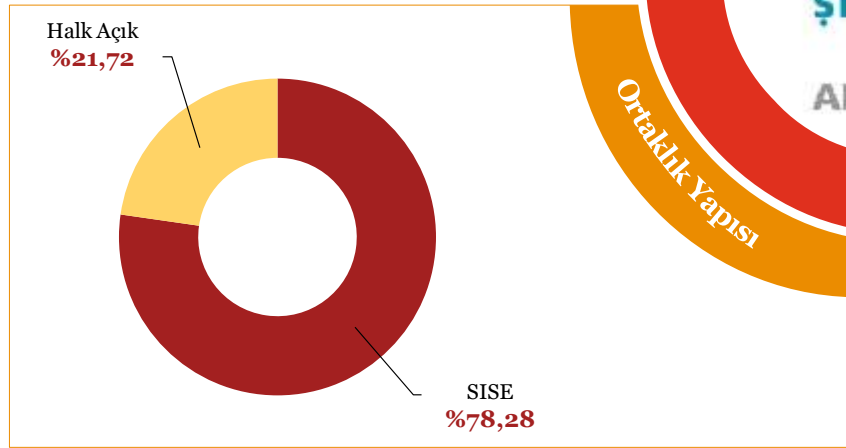
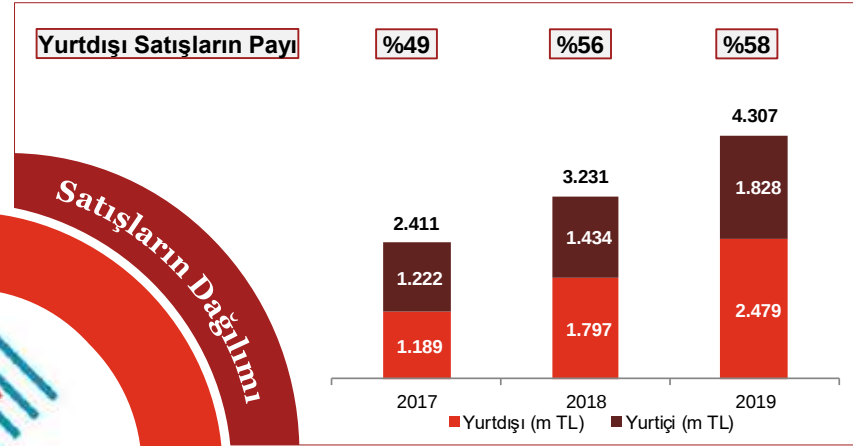
Türkiye'de ve Cam Ambalaj grubunun faaliyetlerinin bulunduğu diğer ülkelerde özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren etkisini göstermeye başlamış COVID-19 salgınının Cam Ambalaj Grubu faaliyetleri üzerindeki etkisini anlamak amacıyla ANACM yönetimiyle ayrı bir toplantı yapılmış ve tarafımıza sağlanan beklenti ve iş planları bu bakış açısıyla bir kez daha incelenmiştir. ANACM yönetimi Cam Ambalaj grubu faaliyetlerinin COVID-19 salgınından gözle görülür bir şekilde olumsuz etkilenmeyeceğini, 2020 yılı bütçe ve hedeflerinde salgın sonrası önemli bir revizyona gerek duyulmadığını tarafımıza iletmiştir. ANACM yönetimi salgın ile beraber cam ambalaj tüketiminin azalmayacağını öngörmektedir. SISE yönetimi, insan sağlığının korunması ve geliştirilmesi açısından cam ambalajın daha doğru bir seçenek olduğu bilgisi dahilinde, salgın dönemi boyunca ve sonrasında, cam ambalajlı gıda ve içecek tüketiminin normalde beklenen gelişimden daha hızlı artabileceğini öngörmektedir. SISE yönetimi bu beklentileri ile ilişkili olarak, satışlarda ve siparişlerde de herhangi bir önemli yavaşlama ya da durmanın söz konusu olmadığını belirtmiştir. Nisan ayında alınan bilgiler doğrultusunda 2020 bütçesi gerekli görüldüğü yerlerde revize edilerek çalışmamızda yer almıştır. Dolayısıyla, diğer ana iş kollarındakinin aksine, Cam Ambalaj Grubu için sağlanmış kısa vadeli projeksiyonlar üzerinde COVID-19 salgınının olumsuz etkisi olmayacağı varsayılmıştır.

ANACM

Genel Bilgiler

ANACM'nin %78,28'i SISE sahipliğinde, %21,72'lik kısmı ise halka açıktır. ANACM altında faaliyet gösteren Cam Ambalaj Grubu; gıda, içecek, ecza ve kozmetik sektörlerine cam ambalaj üretmektedir. ANACM yıllık **2,4m tonluk** üretim kapasitesiyle dünyanın **5. en büyük cam ambalaj üreticisi** konumundadır.

Fabrika	Ülke	Fırın Sayısı	Hat Sayısı	Kapasite ('000 ton)
Eskişehir	Türkiye	4	17	435
Mersin	Türkiye	4	13	390
Yenişehir	Türkiye	4	17	550
Gorokhovets	Rusya	3	12	300
Pokrovsky	Rusya	1	3	70
Ufa	Rusya	3	14	360
Kirishi	Rusya	2	7	168
Kuban	Rusya	1	4	120
Mina	Gürcistan	2	4	60
Toplam		24	91	2.453
Türkiye		12	47	1.375
Rusya		10	40	1.018
Gürcistan		2	4	60



Temel Göstergeler*

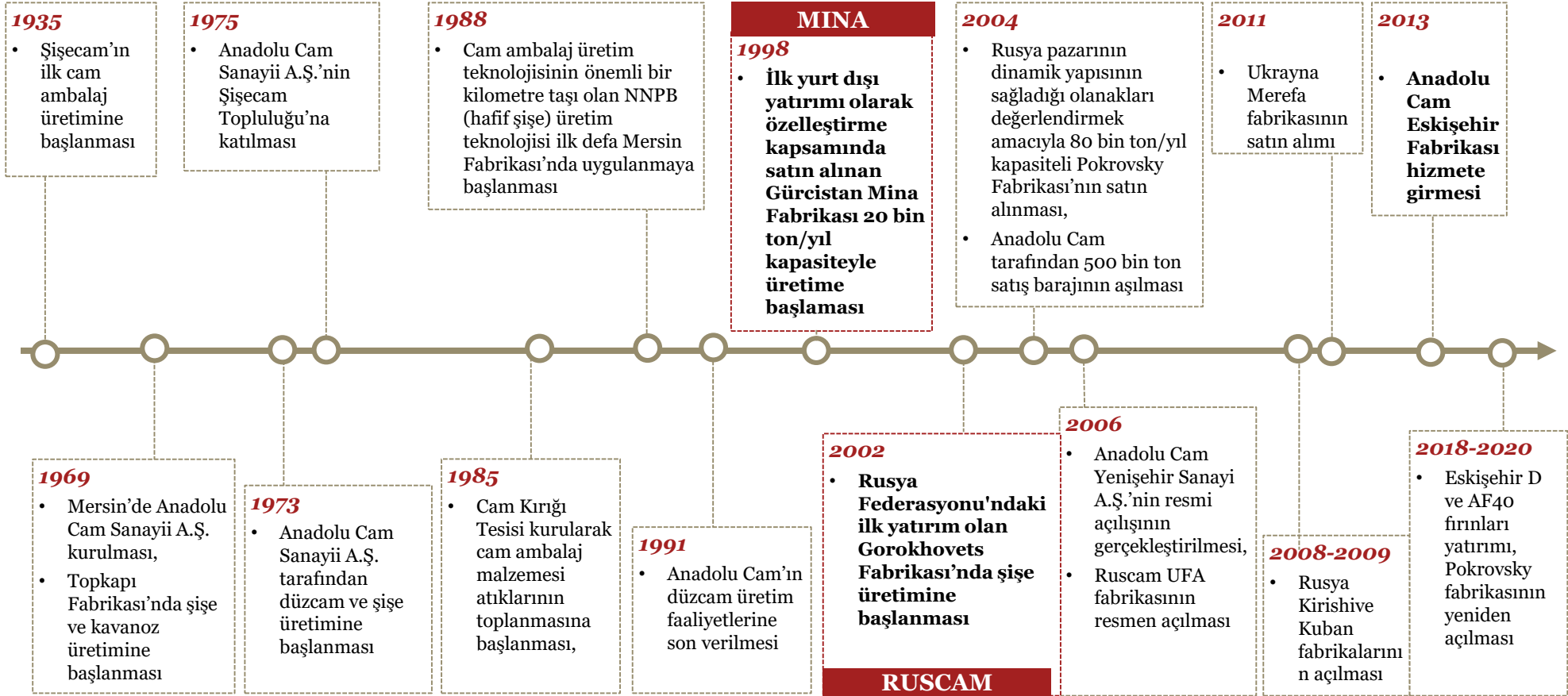
(m TL)	2017	2018	2019
Net Satışlar	2.411	3.231	4.307
Değişim, (%)	32%	%34	%33
FAVÖK	544	801	1.129
FAVÖK Marjı, (%)	%23	%25	%26
Ana Ortaklık Payı	1.892	2.309	2.826
Özsermaye	1.892	2.309	2.826

* Geçmiş Finansal Göstergeler için TMS/TFRS finansallar baz alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

ANACM

Önemli Tarihsel Gelişmeler



Kaynak: Şirket Yönetimi

ANACM

Faaliyetler ve Temel Göstergeler

ANACM; Türkiye’de 3, Rusya’da 5, Gürcistanda 1 adet fabrika ile üretim gerçekleştirmektedir. 2019 yılı itibarıyla 100’den fazla ülkeye yapılan satışlarla toplamda **4,3 milyar TL ciroya** ulaşmıştır.

Üretim



- **Türkiye’de** Eskişehir, Yenişehir ve Mersin fabrikaları,
- **Rusya’da** Gorokhovets, Pokrovsky, Ufa, Kirishi, Kuban fabrikaları,
- **Gürcistan’da** Mina fabrikasıyla beraber yılda toplam **2,4 m ton** üretim yapabilme kapasitesine sahiptir.

Satışlar



- 2019 yılında **Türkiye’de %58, Rusya’da %31 ve Gürcistan’da %57’le** pazar payıyla üretim faaliyetinin bulunduğu tüm ülkelerde en büyük pazar payı,
- 2019 yılında **%58’i** yurt dışına olmak üzere toplam **4,3 milyar TL** konsolide ciro,
- Türkiye’den yurt dışına yapılan satışlar 2019 yılında 2018 yılına göre **%60** artış gerçekleştirerek **269 bin** tona ulaşmıştır.

Çalışanlar



- 2019 yıl sonu itibarıyla ANACM yurt içi operasyonlarda 676 beyaz yaka, 1.193 mavi yaka; yurt dışı operasyonlarında ise 773 beyaz yaka ve 1.606 mavi yaka olmak üzere yaklaşık toplam **4.250** kişi çalışmaktadır.

Ürünler



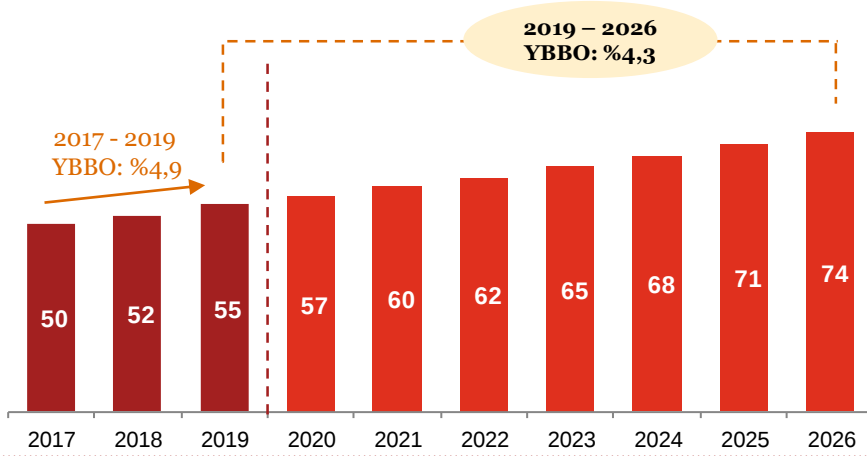
- Gıda, su, maden suyu, meşrubat, meyve suyu, süt, bira şarap ve diğer yüksek alkollü içecekler ile ecza ve kozmetik sektörlerine çeşitli hacim ve renklerde cam ambaj üretmektedir.
- Öne çıkan ürün tasarımları sayesinde 2019 yılında, Türkiye İhracatçılar Meclisi, Word Packaging Organization ve Red Dot- Brands&Commucation Design Award tasarım ödülleri kazanmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

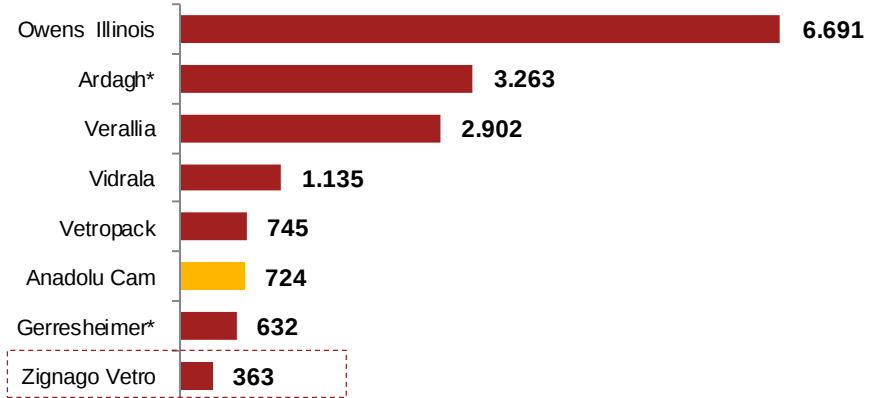
Küresel Cam Ambalaj Pazarı

2019 yılında **55 milyar \$** seviyesinde olan küresel cam ambalaj pazarının **%4,3** yıllık ortalama büyüme ile 2026'da **74 milyar \$** seviyesine ulaşması beklenmektedir.

Global Cam Ambalaj Pazarı (milyar \$)

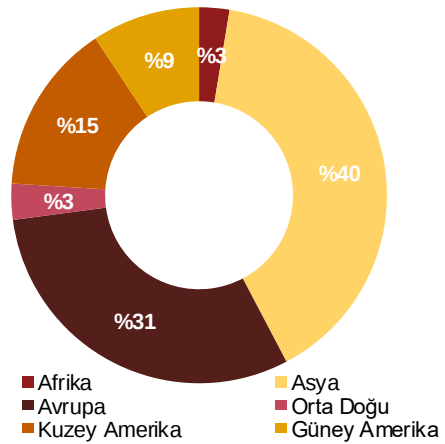


Küresel Oyuncular Satış Gelirleri 2019 (m \$)

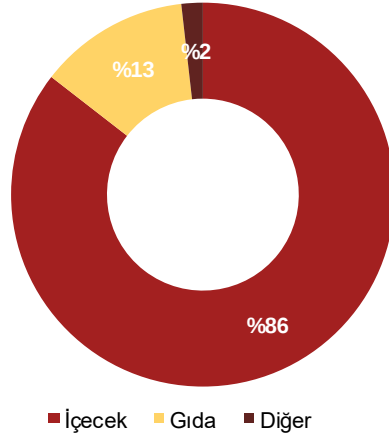


*Sadece cam ambalaj faaliyetleri ile gelirleri dikkate alınmıştır.

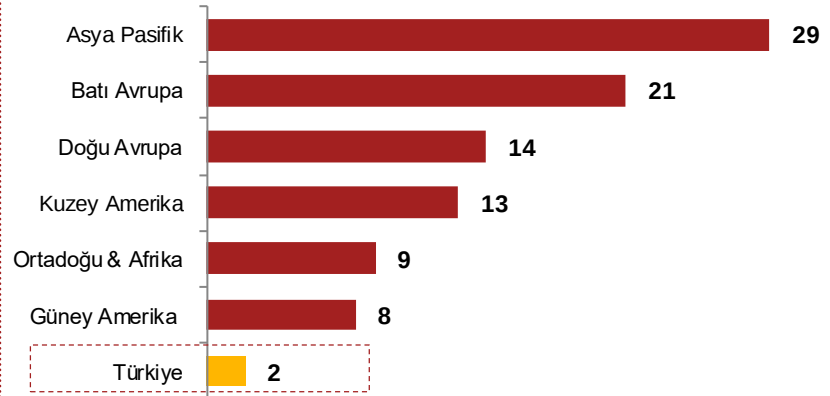
Bölgesel Bazda Dağılım (2019)



Sektörel Bazda Kırılım (2019)



Bölgesel Üretim Kapasitesi (m ton)

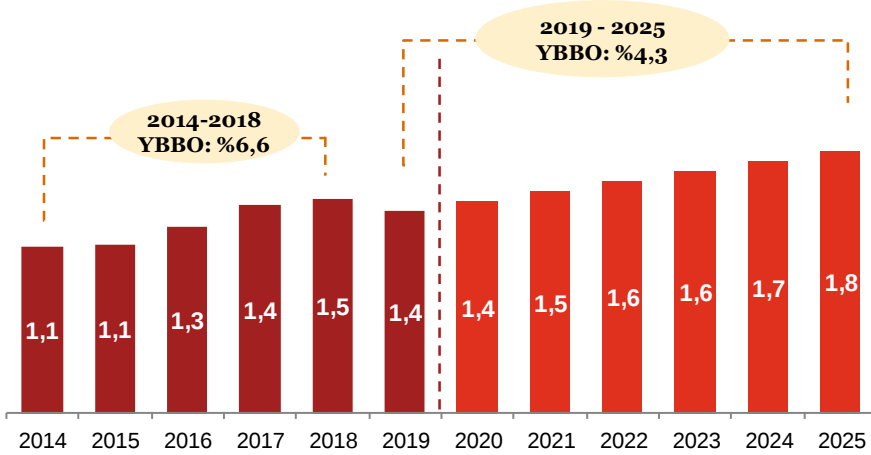


Kaynak: Capital IQ, Şirket Yönetimi, PwC Analizi

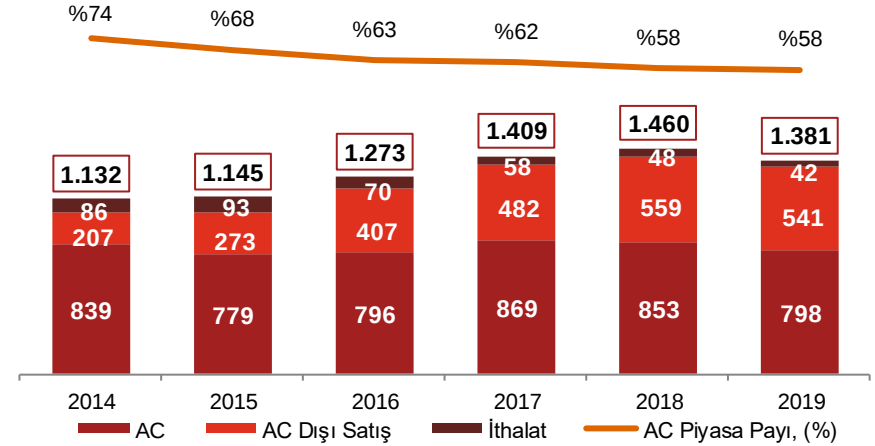
Türkiye Cam Ambalaj Pazarı

2018 yılında **23 milyar \$** büyüklüğe ulaşan Türkiye ambalaj sektöründe üretilen toplam tonajın **%15'i cam ambalajdan** oluşmaktadır. Türkiye'de 2018 yılında kişi başına ambalaj tüketimi **225 \$** seviyesinde gerçekleşmişken aynı tutar Avrupa'da ortalama kişi başına **300-350 \$**, ABD'de ise **450-500 \$** seviyesinde gerçekleşmiştir.

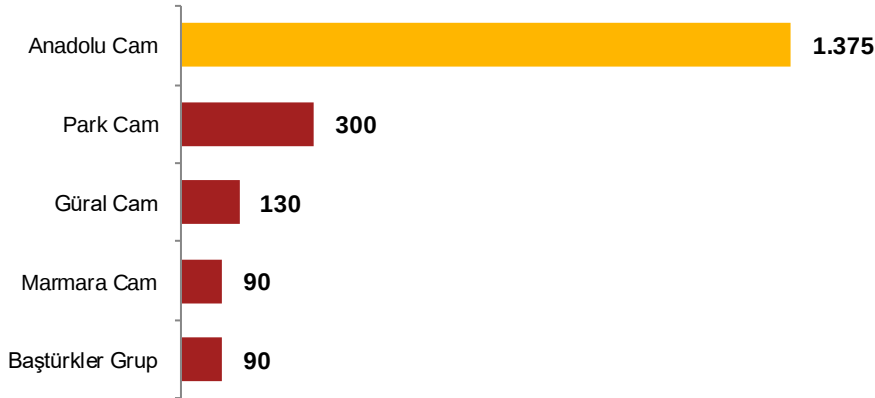
Türkiye Cam Ambalaj Sektörü (m ton)



Türkiye Cam Ambalaj Sektörü (bin ton)

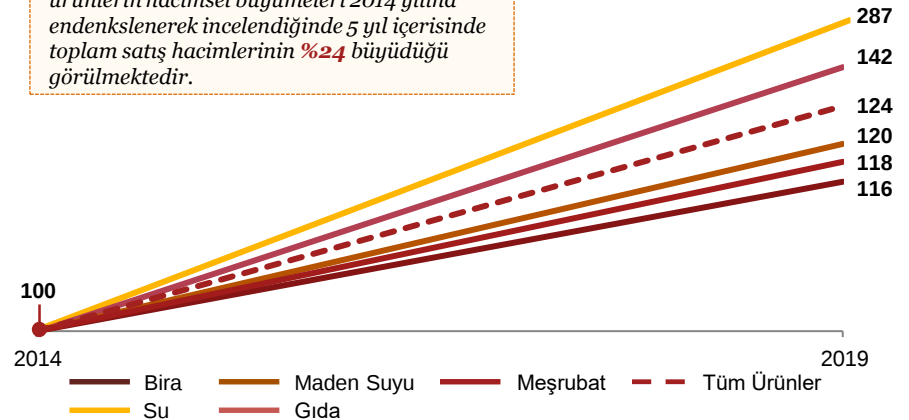


Türkiye'deki Cam Ambalaj Üretim Kapasitesi 2019 (bin ton)



Türkiye Cam Ambalaj Sektörü Ürün Endeksi

Türkiye'de satılan cam ambalaj sektöründeki ürünlerin hacimsel büyümeleri 2014 yılına endekslenerek incelendiğinde 5 yıl içerisinde toplam satış hacimlerinin **%24** büyüdüğü görülmektedir.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Geçmiş Finansal Tablolar (1/2)

ANACM'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

m TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	583	175	1.038
2 Ticari Alacaklar	558	776	1.045
3 Stoklar	326	419	614
Diğer Alacaklar	7	50	99
Diğer Dönen Varlıklar	48	65	79
Dönen Varlıklar	1.522	1.486	2.876
Finansal Yatırımlar	260	347	362
Türev Araçlar	-	-	15
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	78	74
4 Maddi Duran Varlıklar	2.192	2.737	3.476
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	5	8
Ertelenmiş Vergi Varlığı	185	255	398
Diğer Duran Varlıklar	21	94	65
Duran Varlıklar	2.661	3.516	4.398
Toplam Varlıklar	4.183	5.002	7.274
5 Kısa Vadeli Finansal Borçlar	832	819	1.252
Ticari Borçlar	273	463	575
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	2	3	4
Ertelenmiş Gelirler	15	10	11
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	156	91	132
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.278	1.386	1.974
5 Uzun Vadeli Finansal Borçlar	956	1.240	2.398
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	56	63	70
Ertelenmiş Gelirler	-	4	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1	-	4
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.013	1.307	2.473
Özkaynaklar	1.892	2.309	2.826
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	4.183	5.002	7.274

- 2019 yılında SISE gerçekleştirmiş olduğu 700m \$ tahvil ihracının 140m \$ kadarlık kısmını ANACM'ye aktarmıştır. Finansman sonrası nakit ve nakit benzerleri 1 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu tutarın 938m TL'ye denk gelen kısmı vadesi 3 aydan kısa mevduatlar hesabında yer alırken kalan tutar vadesiz mevduat hesaplarında tutulmaktadır.
- Ticari alacakların en önemli kısmı Anadolu Cam'ın ve Ruscam'ın ticari alacaklarından oluşmaktadır. 2019 yılında Türkiye cam ambalaj pazarında yaşanan durgunluk sebebiyle ticari alacak devir gün sayılarında artış yaşanmıştır. Ruscam kaynaklı ticari alacak bakiyesinde ise devir gün sayıları bir önceki yıla paralel olmasına rağmen Ruscam'ın 2019 yılında satışlarının artması ve TL'nin ilgili yılda Ruble'ye karşı değer kaybetmesi nedeniyle TL cinsinden alacaklarda artış yaşanmıştır.
- 2019 yılında Yenişehir fabrikasında gerçekleştirilen soğuk onarım sonucunda Anadolu Cam'ın üretim kapasitesi artmıştır. 2019 yılında Türkiye'de cam ambalaj sektörü çok hızlı geçen 2018 yılına kıyasla bir miktar yavaşlama tecrübe etmiştir. Bu nedenle 2019 yılı sonunda stoklar, normalden düşük olan 2018 yılı seviyesi ile karşılaştırıldığında, bir miktar yukarıda gerçekleşmiştir.
- ANACM'nin sabit kıymetleri büyük ölçüde cam ambalaj üretimi için gerekli olan fırınlardan oluşmaktadır. 2018 ve 2019 yıllarında Anadolu Cam iki adet büyük fırın yatırımı gerçekleştirmiş olup yapılan yatırım harcamaları sonucunda ANACM'nin sahip olduğu maddi duran varlıkların büyüklüğü 3,5 myr TL'ye yükselmiştir.
- ANACM'nin 3,6 myr TL'ye ulaşan finansal borçlarının tek kalemde en önemli kısmını SISE'nin ihraç etmiş olduğu tahviller oluşturmaktadır (31.12.2019 – 1,2 myr TL, yaklaşık 200m \$).

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Geçmiş Finansal Tablolar (2/2)

ANACM'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

m TL	MY17	MY18	MY19
1 Net Satışlar	2.411	3.231	4.307
Satışların Maliyeti	(1.748)	(2.255)	(2.874)
Brüt Kar	663	976	1.434
Genel Yönetim Giderleri	(170)	(218)	(261)
2 Pazarlama Giderleri	(246)	(343)	(540)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(2)	(1)	(2)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	73	184	100
3 Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(71)	(138)	(41)
(+) Amortisman	296	341	439
FAVÖK	544	801	1.129
(-) Amortisman	(296)	(341)	(439)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	248	460	689
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	68	121	80
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(5)	(26)	(4)
Finansman Gelirleri	283	250	129
Finansman Giderleri	(418)	(416)	(475)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlardaki Kar Payı	-	3	2
TFRS-9 Değer Düşüklüğü Kazancı / (Zararı)	8	(3)	1
Vergi Öncesi Kar	183	390	422
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(16)	(12)	(20)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	17	73	125
Dönem Karı (Zararı)	184	451	527

1 ANACM'nin 2017 – 2019 arasında konsolide net satışlarını yıllık ortalama %34 oranında artırmıştır. Satışlardaki artışın temel sebebi ANACM'nin artan üretim maliyetlerini satış fiyatlarına yansıtabilme kabiliyeti olarak gösterilmektedir. ANACM'nin fiyat belirleme ve yönetim politikası kurda ve önemli üretim girdilerinin birim maliyetlerinde oluşan değişimleri ürün fiyatlarına yansıtabilmesine olanak sağlamaktadır. Söz konusu dönemde Grubun hem Türkiye hem de yurt dışı operasyonları incelendiğinde satış tonajlarında 2017 - 2019 yılları arasında önemli bir artış yaşanmadığı görülmektedir.

2 Anadolu Cam 2019 yılında Türkiye cam ambalaj sektöründe yaşanan durgunluk nedeniyle yurt dışı satışlarını artırmaya öncelik vermiştir. Bu doğrultuda; 2017 yılında 126 bin ton, 2018 yılında 168 bin ton olan yurt dışı satış hacmi 2019 yılında 268 bin tona yükselmiştir. Yurtdışına yapılan satışların mamül sevk bedellerinin yurt içerisine yapılanlara oranla daha yüksek olması sebebiyle pazarlama giderleri 2017 – 2019 yılları arasında ortalama %48 artarak 540m TL'ye ulaşmıştır.

3 Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler ağırlıklı olarak ticari alacaklardan/borçlardan kaynaklanan kur farkı karı/zararından, hurda satış karından ve karşılık giderinden oluşmaktadır.

ANACM

Değerleme Sonuçları

ANACM'nin 4 farklı değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Değeri) kapsamında oluşan değerlendirme sonuçları aşağıdaki tabloda özet olarak sunulmuştur.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Değeri	Açıklama
Gelir Yaklaşımı 	6.850 m TL	“Parçaların Toplamı” yöntemiyle solo şirket değerlerinden konsolide hisse değeri hesaplanmıştır. Üretim şirketleri için “İNA” yöntemi, Holding şirketleri ve operasyonel olmayan diğer şirketler için ise “NVY” yöntemi uygulanmıştır. Projeksiyonlar her şirketin kendi fonksiyonel para birimi üzerinden 2020-2025 yıllarını kapsayacak şekilde hazırlanmıştır.
Piyasa Yaklaşımı 	8.245 m TL	Operasyonel ve finansal yapı olarak benzer karşılaştırılabilir şirketler tespit edilmiştir. Bu şirketlerden elde edilen 2015-2019 dönemlerini kapsayan 5 yıllık ortalama ŞD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. İlgili çarpan, 2019-2022 dönemlerini kapsayan 4 yıllık ortalama FAVÖK (2019 değerleriyle) tutarına uygulanmıştır.
Net Varlık Yaklaşımı 	2.684 m TL	Grubun bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına göre 31.12.2019 itibarıyla hazırlanmış konsolide bilançosunda sunulan özkaynak tutarı düzeltilerek dikkate alınmıştır.
Borsa Değeri 	2.382 m TL	ANACM'nin günlük ağırlıklı ortalama hisse fiyatının pay adedi ile çarpılması sonucu bulunan piyasa değerinin son 1 yıllık (31 Ocak 2019-30 Ocak 2020) ortalaması dikkate alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla dağıtılması/toplanması planlanan temettüler de Borsa Değeri kapsamında dikkate alınmıştır.

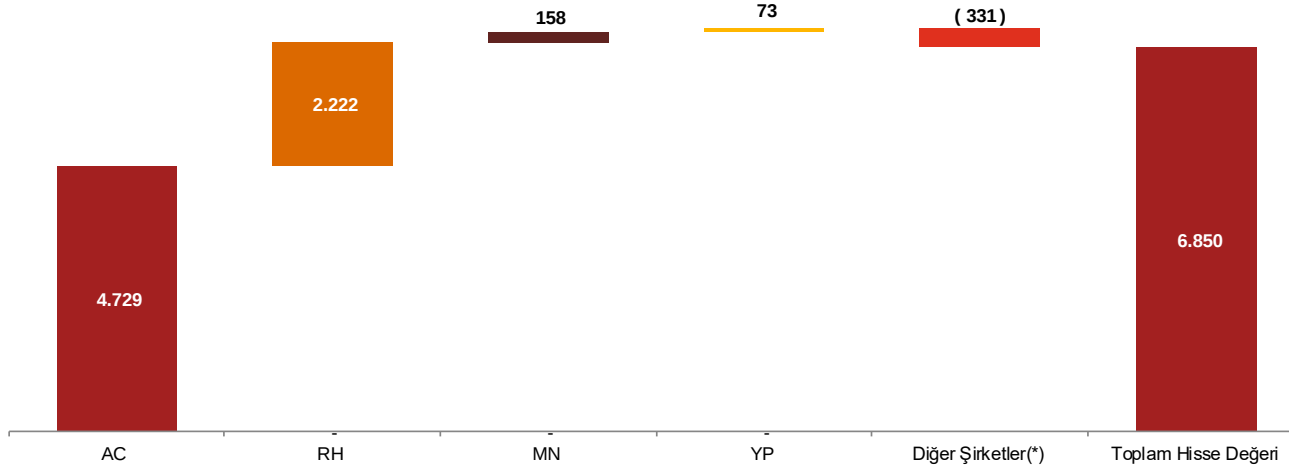
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

ANACM

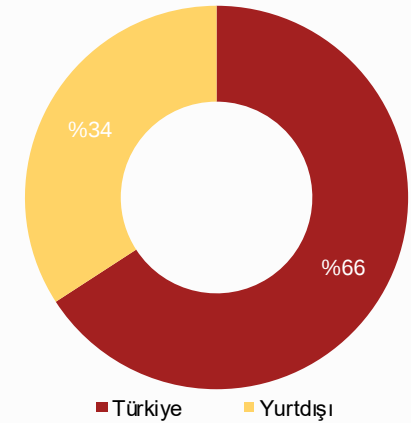
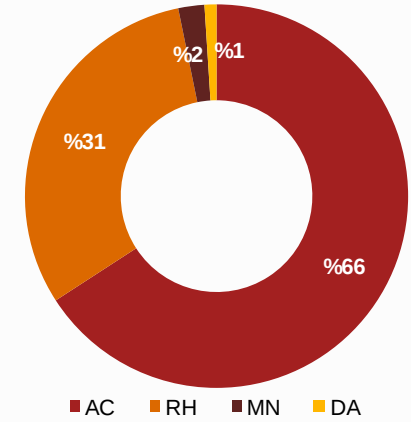
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **6,9 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



	AC	RH	MN	YP	Diğer Şirketler	Toplam
Şirket Değeri	5.218	3.263	182	73	-	8.736
Net Nakit/(Borç)	(694)	(1.132)	(24)	-	-	(1.850)
Vergi Varlığı	273	90	-	-	-	364
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	74	-	-	-	-	74
Temettü Ödemesi (-)	(142)	-	-	-	-	(142)
Hisse Değeri	4.729	2.222	158	73	(331)	6.850
Efektif Hisse Oranı	%100	%100	%100	%100	-	
Hisse Değeri - ANACM	4.729	2.222	158	73	(331)	6.850

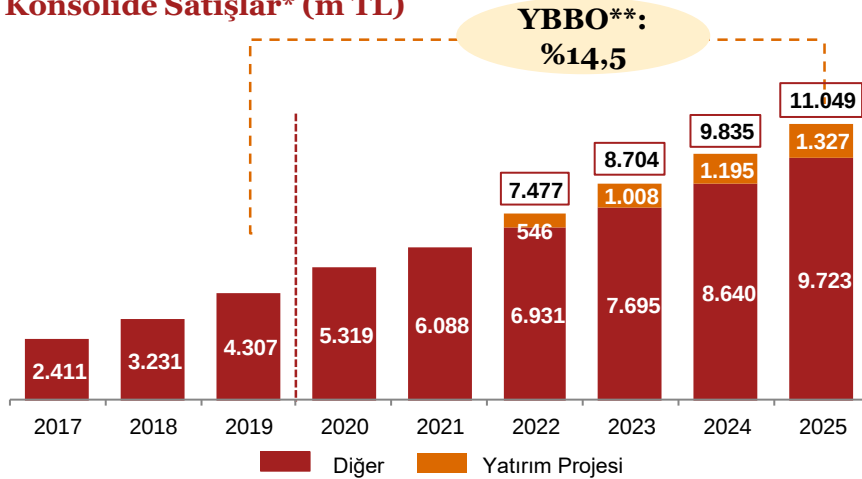
* Diğer Şirketler; Camiş Elektrik ve üretim faaliyeti olmayan, özel maksatla kurulmuş ya da gayriaktif şirketlerdeki bağlı ortaklık sermayeleri dışındaki varlık ve yükümlülüklerin bütününi ifade etmektedir.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

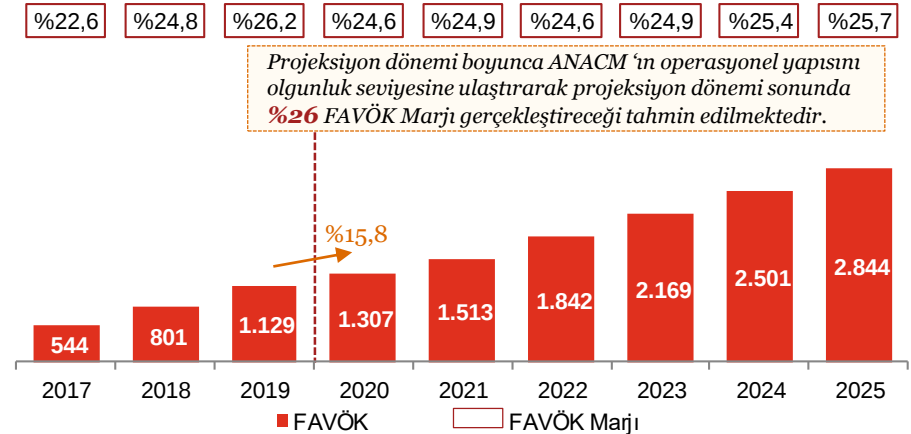
ANACM Gelir Yaklaşımı

ANACM'nin konsolide satışlarının, Yatırım Projesi katkısı hariç, 2019-2025 arasında yıllık ortalama **%14,5** büyüyeceği öngörülmektedir. Yatırım Projesi dışarıda bırakıldığında, ilgili dönemde toplam satış hacminde beklenen büyüme ise **%3,2** seviyesindedir.

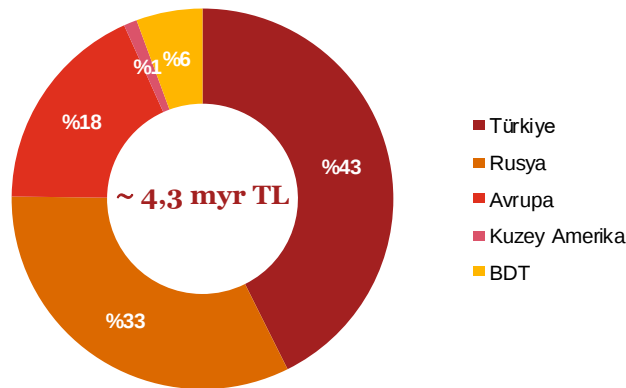
Konsolide Satışlar* (m TL)



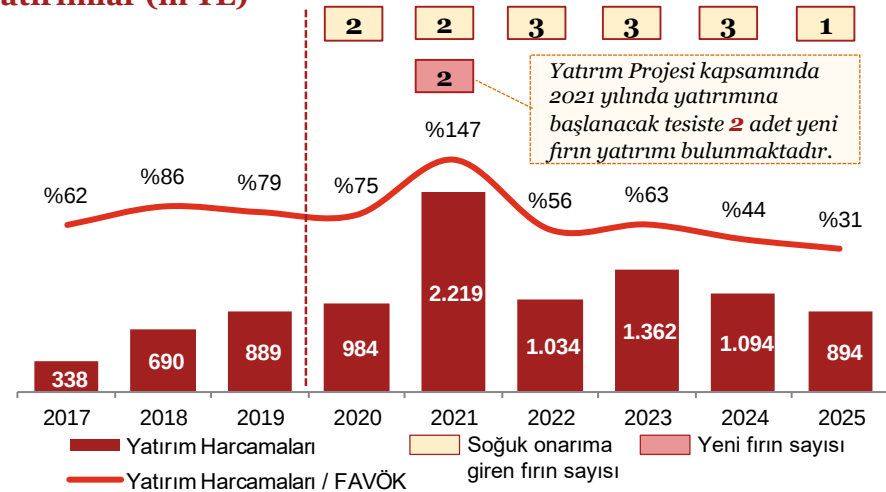
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)



* 2017-2019 dönemleri için TMS/TFRS raporlarda sunulan konsolide tutarlar sunulmuştur.

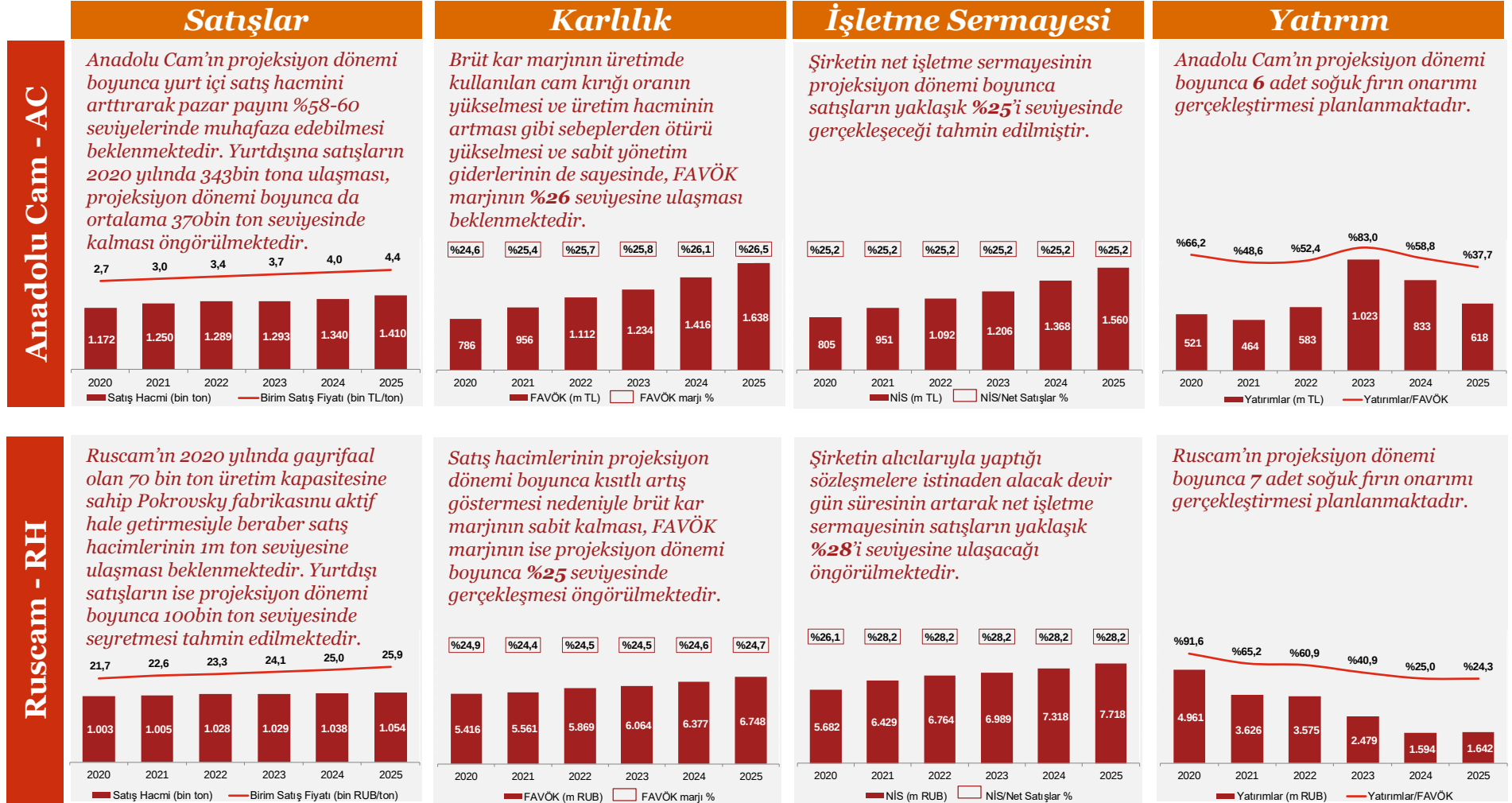
** Yatırım Projesi etkisi hariç.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(1/2)

Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

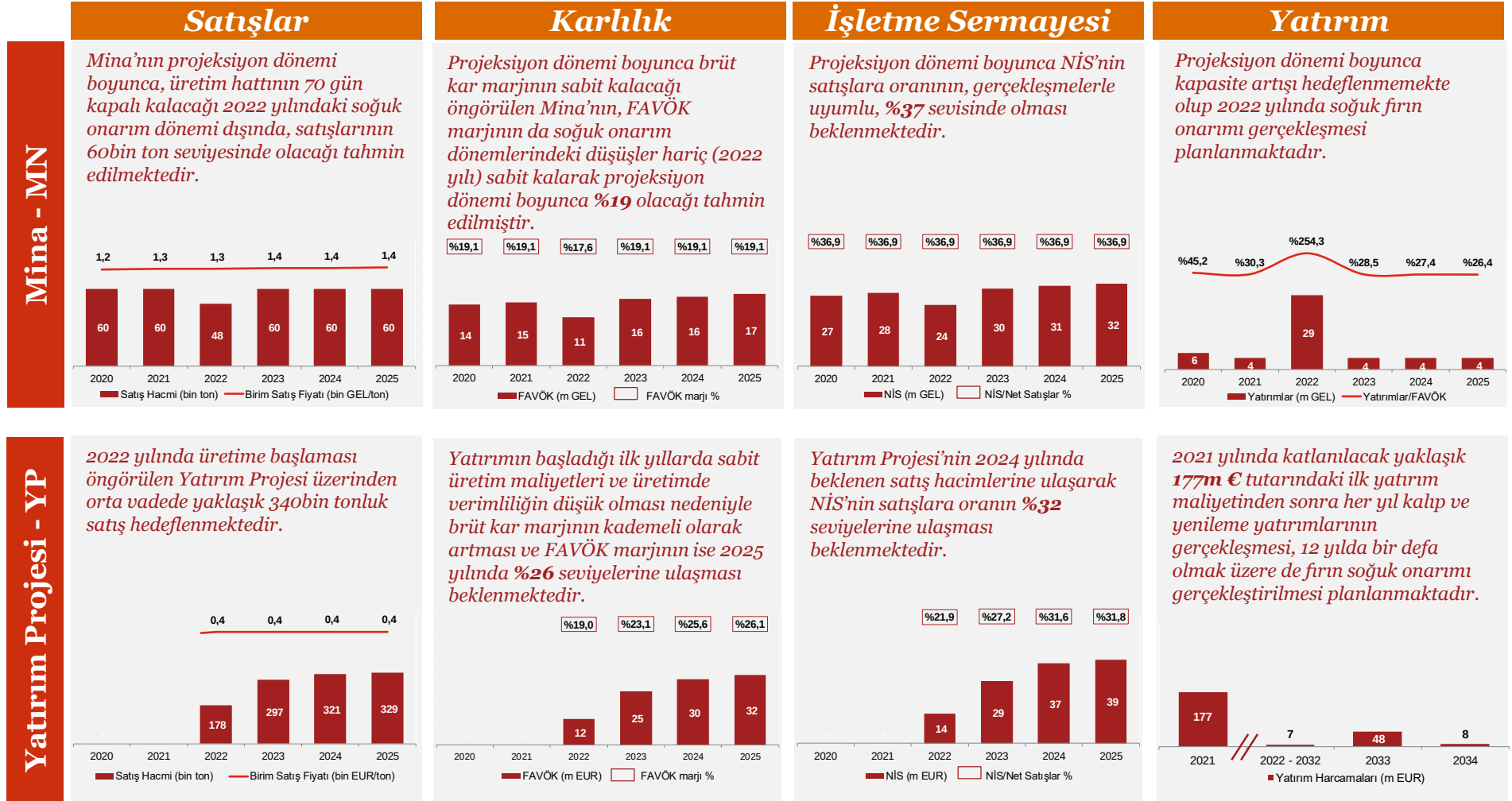


Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(2/2)

Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



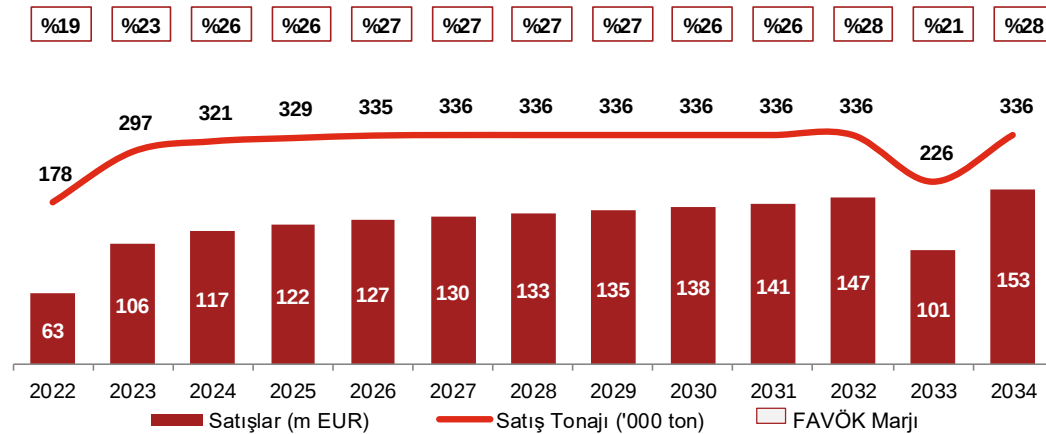
Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM Yatırım Projesi

ANACM, Avrupa pazarında daha etkin rol oynayabilmek adına Doğu Avrupa'da üretim tesisi yatırımı yapmayı planlamaktadır. Yapılması planan üretim tesisinin yoğunluklu olarak bira ve gıda sektörüne üretim yapması hedeflenmektedir. ANACM yönetimi henüz hedeflenen müşterilerle kesin bir anlaşma olmamasına rağmen Yatırım'ın yapılacağını öngörmektedir.

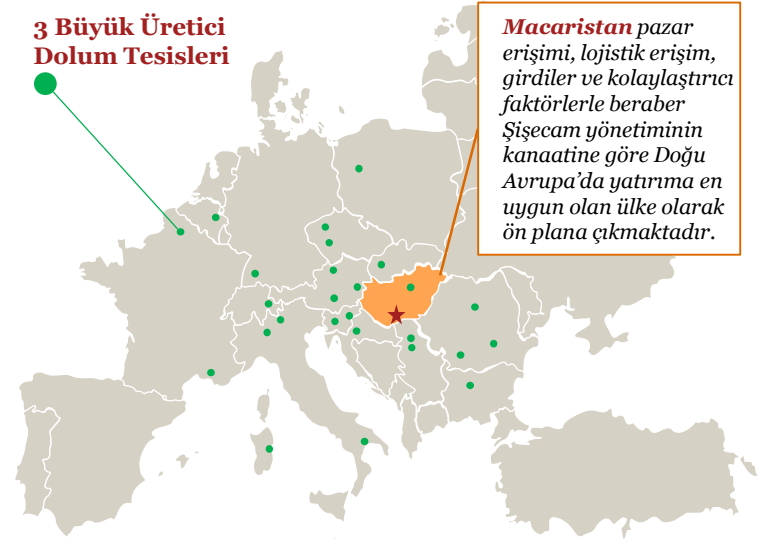


Yatırım Projesi - Satış ve FAVÖK Marjı Tahmini, (%)



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

3 Büyük Üretici Dolum Tesisleri



ANACM, bölgede üretim tesisleri bulunan uluslararası bir içecek üreticisi firmayla yıllık 150bin ton alım garantili 10 yıl süreli satış sözleşmesi yapabildiği takdirde Macaristan'ın güneyinde yeni bir fabrika yatırımı yapmayı planlamaktadır.

Şirket orta vadede yaklaşık **340bin tonluk** satış hacmine ulaşabilmeyi hedeflemektedir. Bu hedefe ulaşılması durumunda ,toplam hacmin yaklaşık **250bin tonluk** kısmının bölgede dolum tesisi olan içecek üreticilerine geri kalan kısmının da öncelikli olarak gıda ve diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere satılması planlanmaktadır.

ANACM

Piyasa Yaklaşımı (1/2)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **8,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
1 FAVÖK**	1.118	1.307	1.513	1.738	
Sahiplik Oranı ile Çarpılmış FAVÖK**	1.118	1.307	1.513	1.738	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 fiyatına indirgenmiş)	1.118	1.167	1.206	1.243	1.184
ŞD / FAVÖK					8,5x
3 Şirket Değeri					10.058
Net Nakit / (Borç)					(1.850)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					74
Vergi Varlığı					364
Temettü Ödemesi					(142)
5 Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen Yatırımlar					22
Camiş Elektrik Üretim A.Ş.					22
6 Diğer Şirketler					(353)
AC Glass Holding B.V.					(0)
Anadolu Cam Investment B.V.					(2)
Sisecam Glass Packaging B.V.					(316)
OOO Ruscam Management Company					0
Merefa Glass Company Ltd.					18
CJSC Brewery Pivdenna					(52)
OOO Energosystems					(1)
Yatırım Projesi					73
7 Hisse Değeri					8.245

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- ANACM'nin MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen ve TL cinsinden ifade edilen toplam FAVÖK tutarları gelir yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır. (Seçilen şirketler ve çarpan hesaplamasının detayları devam eden sayfada paylaşılmaktadır.)
- Hisse değerine gelirken Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketler için; net finansal (borç)/nakit, yatırım amaçlı gayrimenkuller, vergi varlığı, ve dağıtılması planlanan temettüler dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin ANACM seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen Camiş Elektrik Üretim A.Ş.'nin Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemine göre tahmin edilen hisse değeri hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Operasyonel olmayan diğer şirketler ve holding şirketleri için, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.
- Yatırım Projesi için Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemine göre tahmin edilmiş değer Hisse Değeri hesaplamasında dikkate alınmıştır.

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Sadece Anadolu Cam, Ruscam ve Mina'nın FAVÖK tutarlarını içermektedir. Yatırım Projesi Piyasa Yaklaşımı kapsamında hisse değeri düzeltmeleri seviyesinde dikkate alınmıştır.

Kaynak: Capital IQ, Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Piyasa Yaklaşımı (2/2)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerleme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **8,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Karşılaştırılabilir Şirketler ve Çarpan Analizi

m \$	Şirket Değeri					Net Satışlar					FAVÖK					FAVÖK %				
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19
Owens-Illinois, Inc.	8.522	7.307	8.035	7.340	6.942	6.156	6.702	6.869	6.877	6.691	917	1.040	976	1.090	1.054	%15	%16	%14	%16	%16
Ardagh Group S.A.	m.d.	m.d.	12.577	11.309	8.616	5.646	7.014	6.390	6.676	6.660	989	1.253	1.123	1.099	1.155	%18	%18	%18	%16	%17
Verallia Société Anonyme	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	5.561	-	2.417	2.877	2.766	2.902	-	489	708	695	716	m.d.	%20	%25	%25	%25
Gerresheimer AG	3.048	3.288	3.377	3.533	3.379	1.355	1.454	1.606	1.549	1.534	263	319	357	312	293	%19	%22	%22	%20	%19
Vidrala, S.A.	1.648	1.748	2.371	2.894	2.756	873	817	992	1.107	1.134	170	177	229	268	302	%20	%22	%23	%24	%27
Vetropack Holding AG	624	594	704	762	847	556	592	652	708	745	103	103	130	151	171	%18	%17	%20	%21	%23
Verallia Deutschland AG	549	635	730	789	748	537	533	605	599	640	73	98	113	119	131	%14	%18	%19	%20	%21
Cristalerías de Chile S.A.	549	641	816	790	720	389	432	472	438	392	83	93	99	86	74	%21	%21	%21	%20	%19
BG Container Glass	m.d.	m.d.	m.d.	488	628	303	284	344	325	380	67	72	57	67	74	%22	%25	%17	%21	%19
Zignago Vetro S.p.A.	582	588	813	956	1.155	268	266	314	332	363	59	59	79	84	97	%22	%22	%25	%25	%27

Piyasa yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketler belirlenirken seçilen şirketlerin faaliyet alanları, karlılık, borçluluk seviyeleri ve operasyonel yapıları dikkate alınmıştır.

ANACM'nin mevcut global pazar payı ve satış hacmi dikkate alınarak 10 adet global cam ambalaj üretimi yapan şirket çarpan analizinde kullanılmıştır.

Şirketlerin seçilmesinde fırın sayısı, pazar genişliği, ürün gamı, satış hacmi, FAVÖK oranı, borçluluk oranı, karlılık seviyesi ve benzer finansal metrikler göz önünde bulundurulmuştur.

Seçilen 10 şirketin, 2015-2019 dönemleri arasında halka açık piyasalarda gerçekleşen ŞD/FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Yukarıdaki tabloda gösterilen şirket değerleri, seçilen şirketlerin ilgili yıl boyunca ortaya çıkan ortalama şirket değerleridir.

Seçilen 10 şirketin, 2015-2019 dönemleri için hesaplanan ortalama çarpanları yukarıdaki tabloda gösterildiği şekilde **8,0x – 8,7x** arasındadır. 2015-2019 dönemlerinin ortalaması olarak hesaplana **8,5x** piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.



	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ortalama
Owens-Illinois, Inc.	9,3x	7,0x	8,2x	6,7x	6,6x	7,6x
Ardagh Group S.A.	a.d.*	a.d.*	11,2x	10,3x	7,5x	9,6x
Verallia Société Anonyme	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.	7,8x	7,8x
Gerresheimer AG	11,6x	10,3x	9,5x	11,3x	11,5x	10,9x
Vidrala, S.A.	9,7x	9,9x	10,4x	10,8x	9,1x	10,0x
Vetropack Holding AG	6,1x	5,8x	5,4x	5,0x	4,9x	5,4x
Verallia Deutschland AG	7,5x	6,5x	6,5x	6,6x	5,7x	6,5x
Cristalerías de Chile S.A.	6,7x	6,9x	8,2x	9,2x	9,7x	8,1x
BG Container Glass	a.d.*	a.d.*	a.d.*	7,3x	8,5x	7,9x
Zignago Vetro S.p.A.	9,9x	9,9x	10,4x	11,3x	12,0x	10,7x
Ortalama	8,7x	8,0x	8,7x	8,7x	8,3x	8,5x

Kaynak: Capital IQ, Şirket yönetimi, PwC Analizi * Uç değerler olarak ortaya çıkan çarpanlar çalışma kapsamında dikkate alınmamıştır.

ANACM

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla ANACM'nin toplam hisse değeri **2,7 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	750
Sermaye Düzeltme Farkları	0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	720
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(182)
Yabancı Para Çevrim Farkları	(203)
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	22
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	189
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	821
Net Dönem Karı veya Zararı	527
Toplam Özkaynak	2.826
1 Temettü Düzeltmesi	(142)
Net Varlık Değeri	2.684

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, ANACM'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla ANACM'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı 2.826m TL olup, düzeltmeler sonrası Net Varlık Değeri **2.684m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Temettü Düzeltmesi:

02.06.2020 tarihinde, ANACM tarafından grup dışına dağıtılacak temettü tutarını ifade eder. İlgili tutar, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

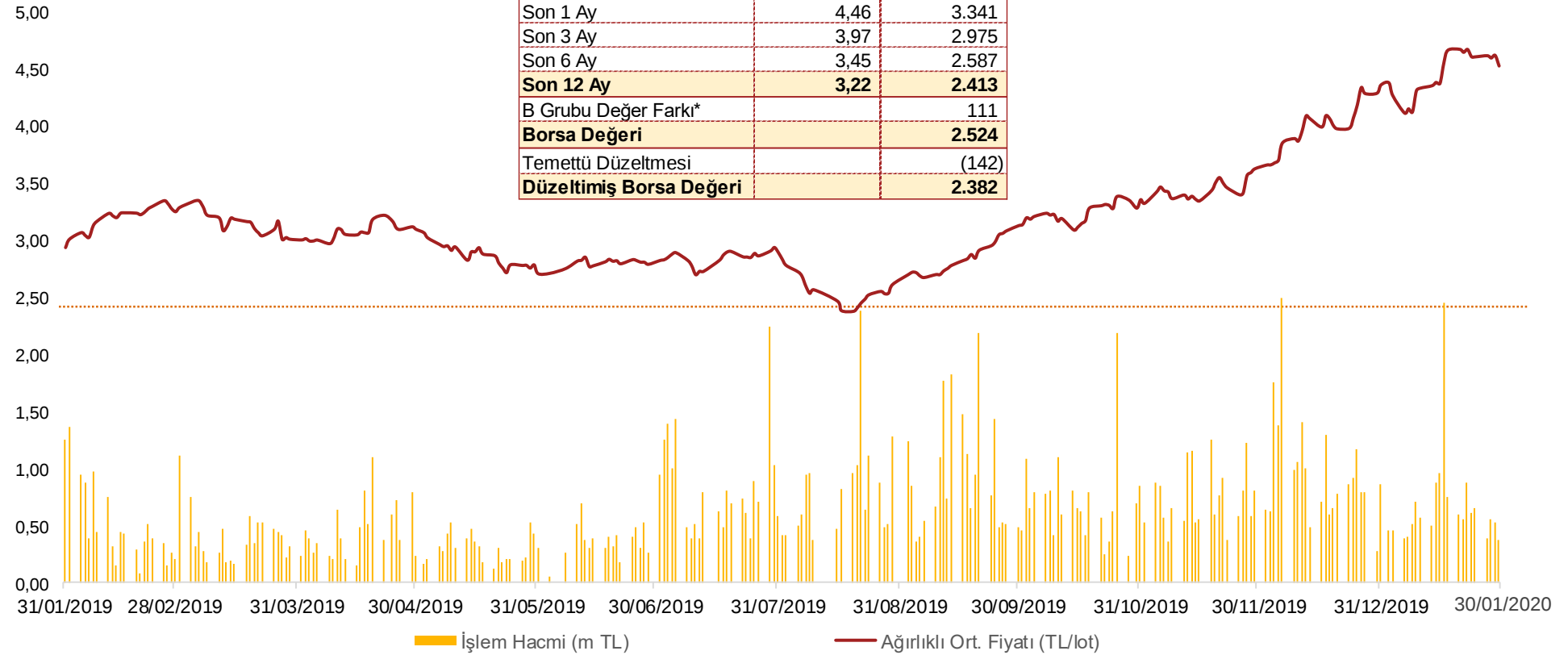
ANACM Borsa Değeri

ANACM'nin Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre ANACM'nin Borsa Değeri **2,4 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)

	Ağırlıklı Ort. Fiyat (TL/lot)	Hisse Değeri (m TL)
Son 1 Ay	4,46	3.341
Son 3 Ay	3,97	2.975
Son 6 Ay	3,45	2.587
Son 12 Ay	3,22	2.413
B Grubu Değer Farkı*		111
Borsa Değeri		2.524
Temettü Düzeltmesi		(142)
Düzeltilmiş Borsa Değeri		2.382



* Halka açık paylardan yola çıkılarak borsa değeri hesaplanırken, A ve B hisseleri ayrı değerlendirilmiş ve imtiyaz sahibi B hisselerinden gelmesi beklenen değer farkı hesaplamaaya dahil edilmiştir. İlgili hesaplamaların detayları raporun 153, 154 ve 155. sayfalarda sunulmuştur.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

ANACM Hisse Grupları Arasındaki Değer Farkı (1/3)

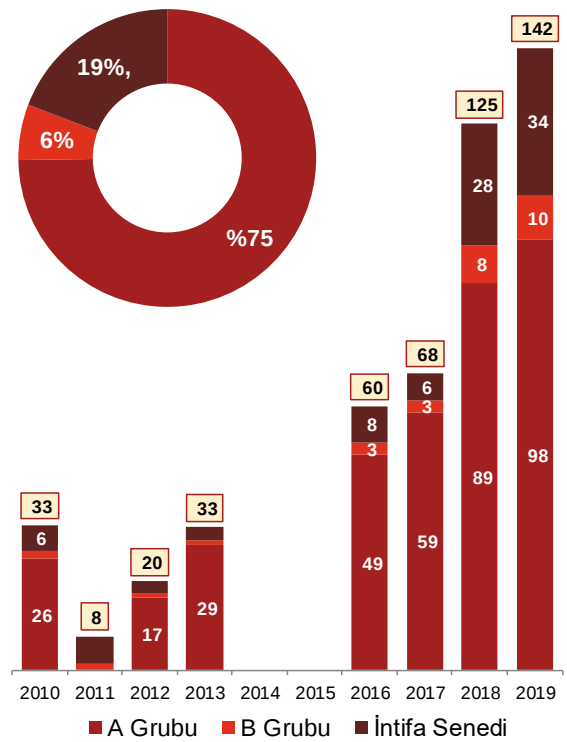
Şirket esas sözleşmesine göre ANACM'nin üç farklı hisse grubu bulunmaktadır. B Grubu ve Kurucu İntifa Senetleri, çoğunluk hisseleri oluşturan A Grubu'ndan kar dağıtım seviyesinde farklı imtiyazlara sahiptir.

ANACM Hisse Grupları

	A Grubu	B Grubu	Kurucu İntifa Senetleri
SISE	%76,89	%100,00	%58,14
Diğer (Halka açık)	%23,11	-	-
Diğer (Kurucu)	-	-	%41,86
Toplam çıkarılmış sermaye (750m TL)			
Adet	1 kuruş nominal değerde 73.751.389.432 adet 737.513.894,321 TL	1 kuruş nominal değerde 1.284.610.568 adet 12.486.105,679 TL	4.709
Kar Dağıtımı Özel Hükümler	- Bulunmamaktadır. 1. ve 2. kar payı içerisinde toplam çıkarılmış sermaye içerisindeki payı kadar kâr hakkı vardır.	1. ve 2. kar payı içerisinde toplam çıkarılmış sermaye içerisindeki payı kadar kâr hakkı vardır. 1. kar payının dağıtımından sonra kalan dağıtılabilir karın %10'unun %20'si ana sözleşmenin 9. maddesi gereği B Grubu'na dağıtılır.	1. kar payının dağıtımından sonra kalan dağıtılabilir karın %10'unun %80'i ana sözleşmenin 9. maddesi gereği Kurucu İntifa Senetleri'ne dağıtılır.
Sermaye Temsil Oranı	%98,34	%1,66	-

Kaynak: Şirket Yönetimi

Nakit Kar Payı Dağıtımı



2010 ve 2019 yılı gerçekleştirmeleri dikkate alınarak sonraki yıl nakit olarak dağıtılmasına karar verilmiş temettü tutarının yaklaşık %75'i A Grubu paylarına denk gelmiştir.

ANACM

Hisse Grupları Arasındaki Değer Farkı (2/3)

Bir adet B Grubu hissesinin değerinin bir adet A Grubu hissenin değerinin **3,76 katı** olduğu tahmin edilmektedir.

A ve B Grubu Kar Payı Analizi

	Birim	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Toplam
Toplam Nakit Temettü (A + B Grubu)	('000 TL)	25.969	-	17.000	29.000	-	-	50.000	60.000	90.000	100.000	
B Grubu	('000 TL)	432	-	283	483	-	-	832	999	1.498	1.665	
B Grubu İmtiyaz	('000 TL)	1.434	1.547	663	743	-	-	2.059	1.577	6.972	8.439	
B Grubu Toplam Nakit Temettü	('000 TL)	1.867	1.547	946	1.225	-	-	2.891	2.575	8.470	10.103	
A Grubu Toplam Nakit Temettü	('000 TL)	25.536	-	16.717	28.517	-	-	49.168	59.001	88.502	98.335	
B Grubu Hisse	(m adet)	576	576	663	691	739	739	739	1.249	1.249	1.249	
A Grubu Hisse	(m adet)	34.048	34.048	39.156	40.809	43.661	43.661	43.661	73.751	73.751	73.751	
Toplam Hisse	(m adet)	34.625	34.625	39.819	41.500	44.400	44.400	44.400	75.000	75.000	75.000	
1 adet B Grubu'na düşen kar payı	Krş	0,324	0,268	0,143	0,177			0,391	0,206	0,678	0,809	
1 adet A Grubu'na düşen kar payı	Krş	0,075		0,043	0,070			0,113	0,080	0,120	0,133	
Endeks		2,3	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6	1,5	1,3	1,2	1,0	
1 adet B Grubu'na düşen kar payı - 2019	Krş	0,759	0,591	0,289	0,334	-	-	0,583	0,276	0,781	0,809	4,422
1 adet A Grubu'na düşen kar payı - 2019	Krş	0,176	-	0,086	0,131	-	-	0,168	0,107	0,138	0,133	0,940

Kat Sayı - 10 Yıllık Ortalama

4,70

Kat Sayı - 10 Yıllık Ortalama	4,70
B Grubu Borsa Likidite İskontosu	%20,0
Likidite İskontosu Uygulanmış Kat Sayı	3,76

2010 ve 2019 yılları arasında ANACM'nin, A ve B grupları paylarına dağıtmış olduğu hisse başına kar dikkate alınarak yapılan analizin sonuçları yukarıda paylaşılmaktadır.

2011 yılında karın bedelsiz olarak dağıtılmaya karar verilmiş olmasına rağmen, B Grubu hisseleri nakit kar payı almıştır.

2014 ve 2015 yıllarında ANACM yönetimi kar dağıtımı kararı almadığı için A ve B grubu paylarına bu yıllarda kar dağıtımı yapılmamıştır.

ANACM Esas Sözleşmesi'nde B Grubu'na kar payı ile ilgili tanınmış imtiyazlar dışında iki hisse grubunun aynı özelliklere sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Geçmiş 10 yıllık dönem incelendiğinde, B Grubu hisselerinin imtiyazları sayesinde, A Grubu hisselerinden 4,70 kat daha fazla kar payına hak kazandığı anlaşılmaktadır. A Grubu hisseleri, B Grubu hisselerine kıyasla daha likit oldukları için bulunan kat sayıya %20 oranında bir likidite iskontosu uygulanmıştır. Bir adet B Grubu hissenin değerinin bir adet A Grubu hissenin **3,76 katı** olacağını varsayılmaktadır.

ANACM için yapılmış olan değerlendirme çalışmalarından elde edilen sonuçlar sonrası SISE'nin elindeki ve SISE olmayan ANACM hissedarlarının elindeki payların değeri belirlenirken, hisselerin A ya da B Grubu'na ait olması dikkate alınarak ve hesaplaması paylaşılmış kat sayı ilişkisi baz alınarak birleşmeye katılacak farklı hissedar gruplarının elindeki hisselerin değeri tahmin edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Hisse Grupları Arasındaki Değer Farkı (3/3)

Birleşme ve değişim oranları hesaplanırken, birleşmeye girecek SISE hissedarlarına ait payların değerlerinin belirlenmesi aşamasında A ve B Grupları arasındaki kar dağıtımını imtiyazı dikkate alınmıştır. Değer Farkı tablosunda belirtilen düzeltmeler birleşmeye girecek olan tarafların elindeki payların değerleri tahmin edilirken kullanılmıştır.

A ve B Grubu Payları Değer Farkı Düzeltmeleri

	Değer m TL	A Grubu TL/lot	B Grubu TL/lot	SISE m TL	Diğer m TL	Toplam m TL	SISE	Diğer	Toplam
Tablo I									
Gelir Yaklaşımı	6.850	9,1	9,1	5.363	1.488	6.850	%78,3	%21,7	%100,0
Piyasa Yaklaşımı (KŞ)	8.245	11,0	11,0	6.454	1.791	8.245	%78,3	%21,7	%100,0
Net Varlık Yaklaşımı	2.684	3,6	3,6	2.101	583	2.684	%78,3	%21,7	%100,0
Borsa Değeri	2.271	3,2	3,2	1.776	495	2.271	%78,2	%21,8	%100,0
Tablo II									
Gelir Yaklaşımı		8,7	32,9	5.428	1.422	6.850	%79,2	%20,8	%100,0
Piyasa Yaklaşımı (KŞ)		10,5	39,5	6.533	1.712	8.245	%79,2	%20,8	%100,0
Net Varlık Yaklaşımı		3,6	3,6	2.101	583	2.684	%78,3	%21,7	%100,0
Borsa Değeri		3,2	12,1	1.887	495	2.382	%79,2	%20,8	%100,0
Değer Farkı Düzeltmeleri									
Gelir Yaklaşımı				65	(65)	-			
Piyasa Yaklaşımı (KŞ)				79	(79)	-			
Net Varlık Yaklaşımı				-	-	-			
Borsa Değeri				111	-	111			

Tablo I, A ve B Grubu arasında herhangi bir imtiyaz olmaması durumunu göstermektedir. Buna göre her iki hisse grubunda da hisse başına değer aynıdır.

Tablo II de ise A ve B grubu arasında imtiyaz farkında doğan değer farkı gösterilmiş. Geçmiş 10 yılda dağıtılan nakit kar payları dikkate alındığında B Grubu hissedarlarının A Grubu hissedarlarına göre 4,7 kat (likidite iskontosu sonrası 3,8) daha fazla kar payı aldıkları anlaşılmıştır.

Bazı yıllarda kar payı dağıtılmamıştır. 2011 yılında kar dağıtımı bedelsiz hisse dağıtımı olarak yapılmıştır ancak B Grubu hisseleri nakit kar payı almıştır.

Gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımında A ve B Grubu hisseleri bulunan SISE ile sadece A Grubu hisseleri bulunan halka açık ortaklar arasında değer geçişi olmaktadır.

Net varlık yaklaşımında ise, hisse grupları arasında ayırım yapılmamıştır, mevcut durumda hissedarların özkaynaklara hisseleri oranında sahip olduğu düşünülmektedir.

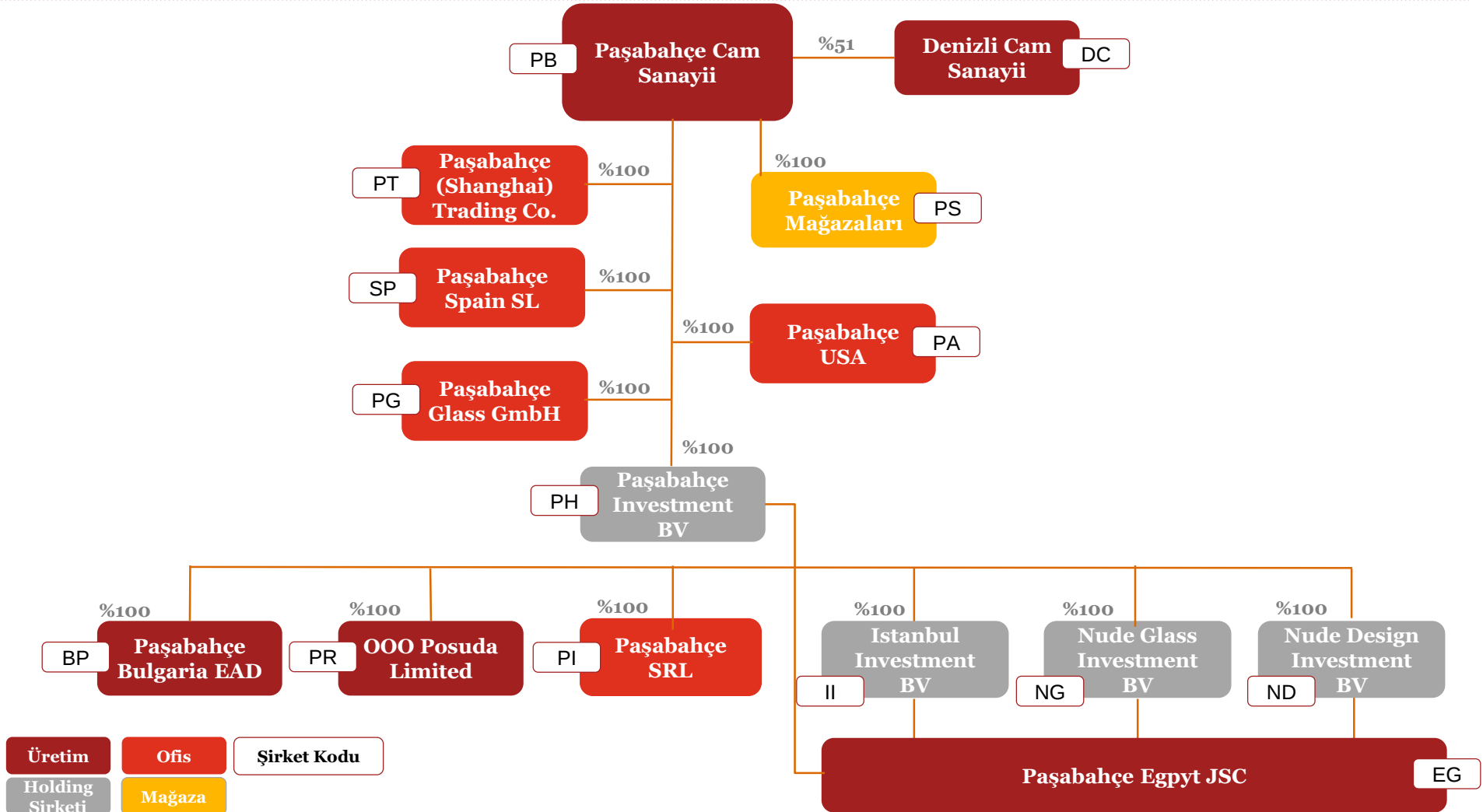
Tablo I'de Borsa Değeri altında, sadece A Grubu hisselerinin değeri yansıtılmıştır çünkü sadece A Grubu hisseleri borsada işlem görmektedir ve gerçekleşen piyasa fiyatları A Grubu'nun değerini temsi etmektedir. Tablo II'de Borsa Değeri hesaplanırken, imtiyazlı B Grubu hisselerinin değer farkı yansıtılmıştır. Bu duruma istinaden hesaplanan toplam değer yukarı yönlü düzeltilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB

PASAB Ortaklık Yapısı

PASAB 4 üretim şirketi, 5 satış ofisi, 1 perakende şirketi ve 4 holding şirketi ile cam ev eşyası iş kolunda faaliyet göstermektedir. DENCM dışında tüm iştiraklerinde %100 ortaklık payına sahiptir.



* Yüzdelere efektif ortaklık oranlarını temsil etmektedir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

PASAB (1/6)

Cam Ev Eşyası Grubu

Cam Ev Eşyası iş kolunun faaliyetleri PASAB altında toplanmıştır. Cam Ev Eşyası Grubu, üretim faaliyetlerini Türkiye’de üç, Bulgaristan’da, Rusya’da ve Mısır’da birer fabrika olmak üzere toplamda 6 tesiste sürdürmektedir. PASAB, sahibi olduğu Kırklareli, Eskişehir ve Denizli tesisleriyle Türkiye’de cam ev eşyası sektöründe pazar lideri konumundadır. Denizli tesisi üretim yöntemi olarak el imalatı ile üretim yaparken diğer tesisler otomatik üretim yapmaktadır. PASAB’ın yurt dışında İtalya, Çin, ABD, Almanya ve İspanya’da konumlanmış 5 satış ofisi bulunmaktadır. Bunun yanı sıra bağlı ortaklığı olan **Paşabahçe Mağazaları A.Ş. (“PS”)** aracılığıyla perakende satış faaliyeti yürütmektedir.

PASAB yönetimi, Cam Ev Eşyası operasyonlarını grupta yer alan tüm şirketlerin konsolide bir yapıya sahip olduğu entegre bir operasyon olarak takip etmektedir. Bu nedenle şirket bazlı geçmiş trendler, hazırlanan iş planları, projeksiyonlar ve stratejiler anlamlandırılırken konsolide bir bakış açısı dikkate alınmıştır.

Paşabahçe Cam Sanayii A.Ş. (PB)

Paşabahçe Cam Sanayii (“PB”), Türkiye’de Kırklareli ve Eskişehir tesislerinde toplam 5 fırın ile üretim faaliyeti gerçekleştirmektedir. Şirket mevcut durumda tam kapasite ile faaliyet göstermektedir. 2 tesisin toplam 261 bin ton olan mevcut tasarım kapasitesinin soğuk onarım olan dönemler haricinde projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.

PB’nin Türkiye cam ev eşyası pazar payı yaklaşık %70 seviyesindedir. 2017-2019 dönemlerinde toplam satışların yaklaşık %50’si yurt dışına gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde bu oranın benzer seviyede kalacağı beklenmektedir. Projeksiyon döneminde satışlardaki büyümenin tam kapasiteye ulaşılması nedeniyle reel fiyat artışları yoluyla gerçekleşmesi öngörülmektedir. Reel fiyat artışlarının, PASAB yönteminin satılan ürünler içinde katma değeri daha yüksek ürünlerin payını artırma planı doğrultusunda, 2020-2025 arasında oluşması planlanmaktadır. Ayrıca, satışların yaklaşık %50’sini ihracat yoluyla gerçekleştirmesi nedeniyle Türk Lirası karşısında döviz kurlarındaki beklenen artışların PB’nin Türk Lirası cinsinden ortalama birim satış fiyatlarında arttırıcı bir etki yaratması beklenmektedir.

Projeksiyonda baz alınan ve PASAB yönetimi tarafından sağlanan iş planlarına göre PB için 2020-2025 arasında en büyük yatırım kalemi fırınların soğuk onarımından kaynaklanmaktadır. Yönetim PB’nin mevcut 5 fırını için soğuk onarım gerçekleştirmeyi öngörmektedir. PASAB yönetimi tarafından paylaşılan bilgiye göre her bir fırın için yaklaşık 7 senede bir soğuk onarım ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Projeksiyon döneminde yapılacağı öngörülen bu yatırımların üretim kapasitesinde herhangi bir artış meydana getirmeyeceği iletilmiştir. PASAB yönetiminden alınan bilgiye göre soğuk onarıma giren fırınların ortalama 1 ay süreyle çalışmaz durumda kalacağı öngörülmüştür.

Paşabahçe Bulgaria EAD (BP)

Paşabahçe Bulgaria EAD (“BP”) Bulgaristan’da yıllık toplam yaklaşık 150 bin ton kapasiteli 2 adet fırınıyla üretim faaliyeti yürütmektedir. 2019 yılı baz alındığında PB’den sonra en yüksek satış rakamını yakalamıştır. 2017-2019 döneminde satışların büyük çoğunluğu AB ülkelerine gerçekleşmiştir. Şirket aynı zamanda entegre grup yapısının bir göstergesi olarak üretiminin bir kısmını PB’ye satmaktadır. Bu uygulamanın geçmişle benzer oranda projeksiyon döneminde de devam edeceği varsayılmıştır. Mevcut durumda tam kapasiteye yakın üretim yapan tesis için projeksiyon döneminde herhangi bir kapasite artışı öngörülmemiştir. Üretim ve satış hacminin soğuk onarım olan 2021 ve 2022 haricinde stabil kalacağı öngörülmüştür.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

PASAB (2/6)

OOO Posuda (PR)

OOO Posuda ("PR") Cam Ev Eşyası Grubu'nun Rusya'da faaliyet gösteren üretim şirketidir. Üretimini yıllık 75 bin ton tasarım kapasiteli 1 adet fırınla sürdürmektedir. Satış tutarları baz alındığında Cam Ev Eşyası Grubu üretim şirketleri arasında üçüncü konumdadır. 2017-2019 arasında satışlarının %75'i Rusya içine yapılmıştır. Bunun dışındaki satışlar ise çoğunlukla BDT ülkelerine gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi için ilgili satış dağılımının devam edeceği öngörülmüştür.

Mevcut durumda tam kapasiteye yakın üretim yapan tesis için projeksiyon döneminde herhangi bir kapasite artışı öngörülmemiştir. Üretim ve satış hacminin soğuk onarım olan 2022 haricinde stabil kalacağı öngörülmüştür.

Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E. (EG)

Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E. ("EG") 2017'de Mısır'da faaliyet gösteren cam ev eşyası üreticisi bir şirketin varlıklarının satın alınması yoluyla Mısır'da kurulmuştur. Mevcut 1 adet fırının yıllık tasarım kapasitesi 38 bin tondur. Şirket 2017 ve 2018'de kuruluş aşamasında olduğu için tam kapasite ile performans göstermeye başlaması ve Cam Ev Eşyası Grubu'na operasyonel olarak entegrasyonu 2019'a kadar sürmüştür. Bu nedenle şirketin sadece 2019 finansal performansının projeksiyon dönemi için makul bir baz oluşturduğu düşünülmektedir. Projeksiyon döneminde şirketin operasyonlarının tam randımana ulaşması ve bunun sonucunda brüt kar marjının iyileşmesi beklenmektedir. Buna bağlı olarak brüt kar marjının, 2020'de %23 seviyelerinden 2025'te %34 civarına yükselmesi ve diğer üretim şirketleriyle benzer bir seviyeye ulaşması öngörülmektedir. Bu iyileşme ile FAVÖK'ün 2020'de 2m \$'dan 2025'te yaklaşık 7m \$'a yükseleceği tahmin edilmektedir. Projeksiyon döneminde herhangi bir yeni fırın yatırımı öngörülmemiştir. Ancak 2021'de yapılacak soğuk onarımın verimlilik artışıyla toplam kapasiteyi 6 bin ton artırıp 44 bin tona çıkartması beklenmektedir.

Denizli Cam (DC)

Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş. ("DC" ya da "DENCM") Denizli'de yer alan tesisinde 2 adet fırınla el imalatı olarak üretim faaliyeti yürütmektedir. Şirket, sözleşmeli üretici statüsünde çalışmaktadır ve 2018 ile 2019'da gerçekleşen satışlarının tamamını grup içinde PB'ye yapmıştır. Mevcut yapının projeksiyon döneminde de devam edeceği varsayılmıştır.

Üretimin el imalatı yapılmasından dolayı tasarım kapasitesi otomatik üretim yapılan tesislere kıyasla çok daha düşük düzeyde olup yıllık 16 bin ton civarındadır. Buna karşın el imalatı ürünlerin daha katma değerli olması nedeniyle birim satış fiyatları grubun diğer şirketlerine kıyasla daha yüksektir.

DENCM yönetiminden alınan bilgiye göre şirketin düşük kapasiteyle kullanılan mevcut 2 fırınından 1'ini 2020'de kapatması ve üretime 1 fırınla devam etmesi planlanmaktadır. Bu sayede %56 olan kapasite kullanım oranının %80'e çıkması öngörülmektedir. Bu planın sonucu olarak 2020'de COVID-19 nedeniyle öngörülen düşüş haricinde projeksiyon döneminin ilerleyen yıllarında bütçelenen üretim adedinde herhangi bir artış ya da azalış beklenmemektedir. Geçmiş dönemlerde gerçekleşen üretim adetlerinin yeni yapılanma sonrası benzer seviyede devam edeceği öngörülmektedir. Bu plan doğrultusunda üretim verimliliğinin artması ve maliyetlerdeki iyileşme ile brüt karlılığın artması beklenmektedir. Yapılanmanın bir sonucu olarak, kapanacak fırında belli ürünler için gerçekleşen otomatik üretimin sona ermesi ve satışlardaki el imalatı ürünlerin payının artmasıyla ortalama fiyatların yükselmesi beklenmektedir. Şirketin karlılık düzeyinde öngörülen bu artışların gerçekleşmesi, yeni üretim yapılanmasının beklenen verimliliği yaratmasına doğrudan bağlıdır. DENCM için projeksiyon dönemindeki en büyük yatırım kalemi 2020 yılındaki soğuk onarımdır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

PASAB (3/6)

Paşabahçe Mağazaları A.Ş. (PS)

Paşabahçe Mağazaları A.Ş. ("PS"), Cam Ev Eşyası Grubu altında perakende faaliyetleri yürütmektedir. 2019 yıl sonu itibarıyla yurt içinde 52 ve yurt dışında 4 mağaza ile toplam 56 mağazalık bir satış ağına sahiptir. Şirket, Cam Ev Eşyası Grubu'nda yer alan üretim şirketlerinden tedarik ettiği cam ürünleri mağazalar kanalıyla son tüketiciye ulaştırmaktadır. Cam ürünler dışında grup dışı firmalardan tedarik edilen cam olmayan ev eşyası ürünlerin de satışını yapmaktadır.

Projeksiyon dönemi için şirketin esas olarak yurt içinde ve yurt dışında açmayı planladığı yeni mağazalar aracılığıyla satışlarını artırması öngörülmektedir. 2020-2025 arası için her sene yurt içinde ve yurt dışında toplamda 6-7 mağaza açılması planlanmaktadır. Yurtiçinde açılacak mağazaların PS'nin bünyesinde, yurt dışında açılacak mağazaların ise "franchise" modeliyle açılması planlanmaktadır. Franchise mağaza sayısının 2019-2025 arasında 3'ten 15'e çıkartılması hedeflenmektedir. Franchise mağazaların ürün tedariklerinin PS tarafından ve normal satışlara kıyasla daha düşük bir kar marjıyla yapılacağı öngörülmektedir. Fakat franchise mağazaların projeksiyon dönemindeki sayısı normal mağazalara oranla az olduğu için toplam brüt kar üstünde sınırlı bir etkisi olması beklenmektedir. Satış gelirine ek olarak franchise mağazalardan her sene belli bir tutarda "royalty geliri" elde edilmesi planlanmaktadır. 2019 sonunda 1m TL civarında gerçekleşen bu gelirin 2025'te yaklaşık 10m TL seviyesine ulaşması beklenmektedir. Gelirin FAVÖK marjında etkisinin ise yaklaşık 100 baz puan olması beklenmektedir. Türkiye'de açılacak yeni mağazaların ise sabit giderlerden kaynaklı olarak operasyonel verimlilikte iyileşme sağlaması ve FAVÖK marjı üzerinde pozitif etki oluşturması öngörülmektedir.

Rapor tarihi itibarıyla COVID-19 salgını kapsamında alınan önlemler arasında tüm satış mağazalarının kapanması da yer almaktadır. Yönetimden alınan bilgiye göre bu durumla bağlantılı olarak mağazaların kapalı kaldığı süre için kira ödemesi yapılmaması konusu tartışılmaktadır. Değerleme çalışmasında bu süre 1 ay olarak varsayılmış ve kira gideri bu süreye denk düşen tutar kadar azaltılmıştır. Yine COVID-19 göz önünde bulundurularak yurt dışında açılması planlanan 2 franchise mağazası 2021 ve 2022'ye kaydırılmış ve 2020 için yeni franchise mağazası öngörülmemiştir.

Şirketin değerlemeye baz oluşturan projeksiyonlarında, değerleme tarihi itibarıyla mevcut olmayan yeni mağazalardan yaratılacak nakit akımlarının dikkate alınması göz önünden bulundurularak, %1,0 oranında iş risk primi değerleme çalışmasında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplama dahil edilmiştir.

Satış Ofisleri (PI, PT, PA, SP, PG)

Cam Ev Eşyası Grubu'nun satış ofisleri olan **Paşabahçe Srl ("PI") (İtalya)**, **Paşabahçe (Shanghai) Trading Co. Ltd. ("PT") (Çin)**, **Paşabahçe USA Inc. ("PA") (ABD)**, **Paşabahçe Spain SL ("SP")** ve **Paşabahçe Glass GmbH ("PG") (Almanya)**; PASAB'ın yurt dışındaki varlığını artırmak ve yurt dışı müşterilerine daha yakın olmak için kurulmuş şirketlerdir. Bu şirketlerden PI, PT ve PA depolama ve stok faaliyetleri de yürütmekte ve PASAB'ın üretim şirketlerinden tedarik ettiği ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir. SP ve PG ise dahil oldukları satış süreçlerinden komisyon alarak faaliyet göstermektedir.

Projeksiyon döneminde bu şirketler için satış hacminde artış veya fiyatlarda reel büyüme öngörülmemiştir. Şirketlerin satışlarını enflasyon oranında artıracığı ve 2019 yılında gerçekleşen karlılık seviyesinin korunacağı varsayılmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

PASAB (4/6)

Satış Ofisleri (PI, PT, PA, SP, PG) (Devamı)

2019 sonu itibarıyla PT ve PA'nın bilançolarında taşıdığı yüksek tutarda ve vadesi geçmiş grup içi ticari borçları bulunmaktadır. Şirketlerin bu borcun büyük kısmını projeksiyon döneminde geri ödeyeceği varsayılmıştır. PI, PT ve PA'nın satış ve karlılığının büyük oranda üretim şirketlerinin performansına bağlı olması dikkate alınarak, bu şirketler için yapılan değerleme çalışmasında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken ek iş risk primi dahil edilmiştir. PA için bu prim %1,0 iken PI ve PT için COVID-19'un sert etkisi de göz önüne alınarak %3,0 iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Holding Şirketleri (PH, II, ND, NG)

Holding şirketleri olan Paşabahçe Investment B.V. ("PH"), Istanbul Investment B.V. ("II"), Nude Design Investment B.V. ("ND") ve Nude Glass Investment B.V. ("NG") yurt dışında finansman ve yatırım faaliyetleri gerçekleştirmeleri amacıyla kurulmuştur. Şirketlerin herhangi bir faaliyetleri bulunmamaktadır. İlgili şirketler, gelir yaratıcı faaliyetlerinin olmaması nedeniyle, Çalışma kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışmalarında şirketlerin 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla bağımsız denetim çalışmaları sonrası hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun mali tablolarındaki varlık (iştirak paylarından arındırılmış) ve yükümlülüklerin net değeri dikkate alınmıştır.

Adet/Tonaj Oranı

PASAB yönetimi üretim şirketleri için (PB, BP, PR, EG ve DC) satış hacmini ve birim satış fiyatını, satılan ürün adedi üzerinden takip etmektedir. Öte yandan maliyet tarafında ise birim maliyet ton başına takip edilmektedir. Bu nedenle gerçekleşen satış adetlerine karşılık gelen tonaj miktarı karlılık açısından önem arz etmektedir. Projeksiyon döneminde her üretim şirketi için satış adedi ve üretim hacmiyle oluşacak adet/tonaj oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

TFRS 16 Standardı Düzeltilmesinin Geri Alınması

PASAB, 1 Ocak 2019 tarihinde başlayan hesap döneminde 2019'da TFRS 16 Kiralama Standartlarını uygulamaya başlamıştır. Bu standart kapsamında belli kiralama giderleri faaliyet giderleri yerine finansal gider ve amortisman gideri olarak sınıflanmış ve bu da PASAB'ın bağlı ortaklıklarının FAVÖK tutarlarına pozitif olarak yansımıştır.

Değerleme çalışmasında operasyonel nakit akımlarını doğru yansıtmak adına 2019 mali tabloları TFRS 16 düzeltmesinden arındırılmıştır. Projeksiyonlara da TFRS 16 standardı yansıtılmamıştır.

TFRS 16 düzeltmesinin arındırılması sonrası 2019 FAVÖK tutarlarında düşüş olmuştur. Şirketler bazında bu düşüş; **PB için 23m TL PS için 19m TL, BP için 7m TL, PR için 2m TL ve DC için 0,1m TL** tutarında olmuştur.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

PASAB (5/6)

EBRD Payı için Alım Opsiyonunun Kullanılması

Şişecam yönetimi; TRKCM, ANACM ve SODA'nın sahipliğindeki toplam %14,85'lik paya denk gelen PASAB hisselerinin EBRD'ye devrini **125m €** bedelle Ekim 2014'te gerçekleştirmiştir. Şişecam ve EBRD arasında 10 Kasım 2014 tarihinde imzalanmış olan PASAB paylarının alım/satım opsiyonu sözleşmesi kapsamında **Kasım 2019** tarihinde ilgili payların alım opsiyonunun kullanılması ile **153m €** tutarındaki bedel pay alım bedeli olarak EBRD'ye geri ödenmiştir. PASAB paylarının devralınması ile ilgili opsiyon kapatılmıştır. Bu opsiyonun kapatılması finansmanında kullanılmak üzere EBRD'den 2 yıl ana para geri ödemesiz, 6 ayda bir ve 5 eşit taksitte ana para geri ödemeli **100m €** tutarında kredi kullanılmıştır.

Şişecam yönetimi, EBRD'ye devri öncesinde TRKCM, ANACM ve SODA sahipliklerinde olan toplam %14,85'lik payın bir araya getirilip, PASAB'ın doğrudan SISE'nin sahipliğinde olmasının amaçlandığını belirtmiştir. Bu kapsamda Şişecam yönetimi ve EBRD arasında payların toplanması için gereken finansman kaynağının temini amacıyla müzakere edilirken alternatif bir yaklaşım izlenmiş ve EBRD'nin payları kendisi olarak ortak olduğu bir devir işlemi gerçekleştirilmiştir. Devir işlemimin koşulları incelendiğinde işlemin özünde teminatlı bir kredi sözleşmesinden farksız olduğu görülmektedir. Bu nedenle Kasım 2019'da yapılan geri alımda gerçekleşen hisse fiyatının PASAB'ın makul değerine yönelik bir gösterge olamayacağı düşünülmektedir.

Vergi Varlığı

Cam Ev Eşyası Grubu içerisindeki şirketlerin farklı sebeplerden dolayı ortaya çıkmış ya da hak etmiş oldukları ve iş planı dönemleri boyunca kurumlar vergisi yükümlülüklerini sınırlandırabileceği anlaşılan vergi varlıkları bulunduğu anlaşılmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirketler bazında vergi varlıkları ile ilgili bilgiler sunulmaktadır:

Şirket	Para Birimi	Geçmiş Yıl Mali Zararı (m)	Yatırım Teşvikleri (m)
PB	TL	m.d.	84
PR	RUB	2.633	m.d.
DC	TL	11	m.d.
EG	EGP	179	m.d.
PI	EUR	1	m.d.
PT	CNY	6	m.d.
PA	USD	0,2	m.d.

Şirketler için yapılan değerlendirme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirilmiştir. Söz konusu çalışma yapılırken şirketlerin faaliyette bulundukları Türkiye dışındaki ülkelerdeki yerel vergi mevzuatları da ilgili şirket yönetimlerinin verdiği bilgiler dahilinde dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

PASAB (6/6)

COVID-19 Salgının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

Türkiye'de ve Cam Ev Eşyası Grubu'nun faaliyetlerinin bulunduğu diğer ülkelerde özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren etkisini göstermeye başlamış COVID-19 salgınının, Cam Ev Eşyası Grubu faaliyetleri üzerindeki etkisini anlamak amacıyla PASAB yönetimiyle toplantılar yapılmış ve tarafımıza sağlanan beklenti ve iş planları bu bakış açısıyla bir kez daha incelenmiştir.

PASAB yönetimi ile yapılan görüşmeler sonrasında, COVID-19 etkisiyle, Cam Ev Eşyası Grubu için bütçelenen üretim ve satış tonajlarında, 2020 ve 2021'de talepteki daralmanın etkisiyle düşüşler beklendiği anlaşılmaktadır. Bu düşüşlerin bir sonucu olarak FAVÖK marjlarında sabit gider kalemlerinden kaynaklanan düşüşler beklenmektedir.

PASAB yönetimi Rusya'da üretim yapan PR'nin Cam Ev Eşyası Grubu'nun geri kalanından farklı olarak COVID-19 salgınından gözle görülür bir biçimde olumsuz etkilenmeyeceğini, 2020 yılı bütçe ve hedeflerinde salgın sonrası önemli bir revizyona ihtiyaç duyulmadığını tarafımıza iletmiştir. Yönetim'den sağlanan bilgiye göre Rusya'daki cam ev eşyası ithalatının büyük kısmı Çin'den yapılmaktadır. COVID-19 salgını sonrası düşen ithalattan kaynaklanan arz boşluğunu doldurmak için PR'nin avantajlı bir konumu olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle COVID-19 etkisinin PR için sınırlı kalmasını beklemektedir.

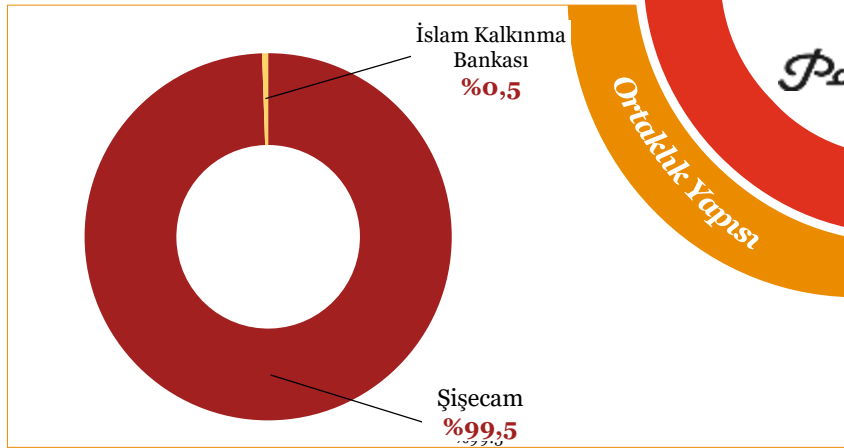
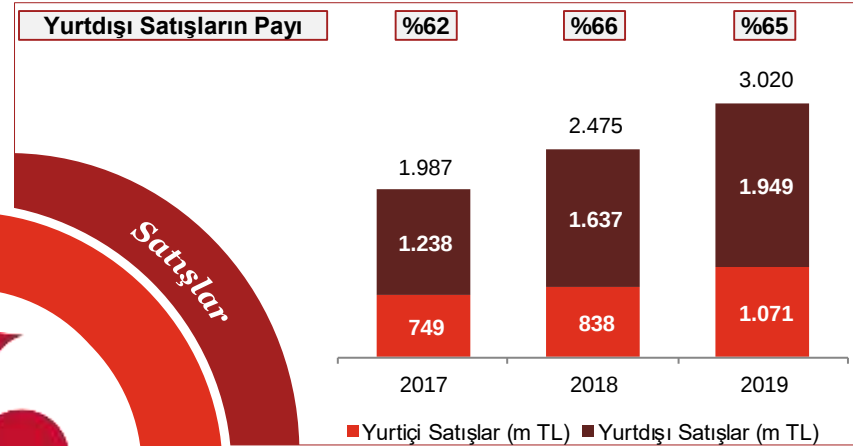
COVID-19 sonrası toparlanmanın 2021 yılında da devam etmesi, 2022 ve sonrasında ise COVID-19 öncesinde beklenen satış ve karlılık seviyelerinin tekrar yakalanması beklenmektedir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan şirket bazlı projeksiyonlarda bu etki dikkate alınmıştır.

PASAB

Genel Bilgiler

PASAB'ın %99,5'i Şişecam'ın, kalan kısmı ise İslam Kalkınma Bankası'nın sahipliğindedir. Bu anlamda birleşmeye konu olan tüzel kişilikler arasında halka açık olmayan tek şirkettir. 4 ülkede 541 bin tonluk tasarım kapasitesi mevcuttur. 2017-2019 arasında konsolide satışlarının %65'ini yurt dışına gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde FAVÖK marjı ise %13-17 aralığında dalgalanmıştır.

Fabrika	Ülke	İmalat Tipi	Fırın Sayısı	Kapasite Bin ton
Kırklareli	Türkiye	Otomatik	3	122
Eskişehir	Türkiye	Otomatik	2	139
Targovişte	Bulgaristan	Otomatik	2	151
Nizhny Novgorod	Rusya	Otomatik	1	75
Kahire	Mısır	Otomatik	1	38
Denizli	Türkiye	El İmalatı	2	16
Toplam			11	541



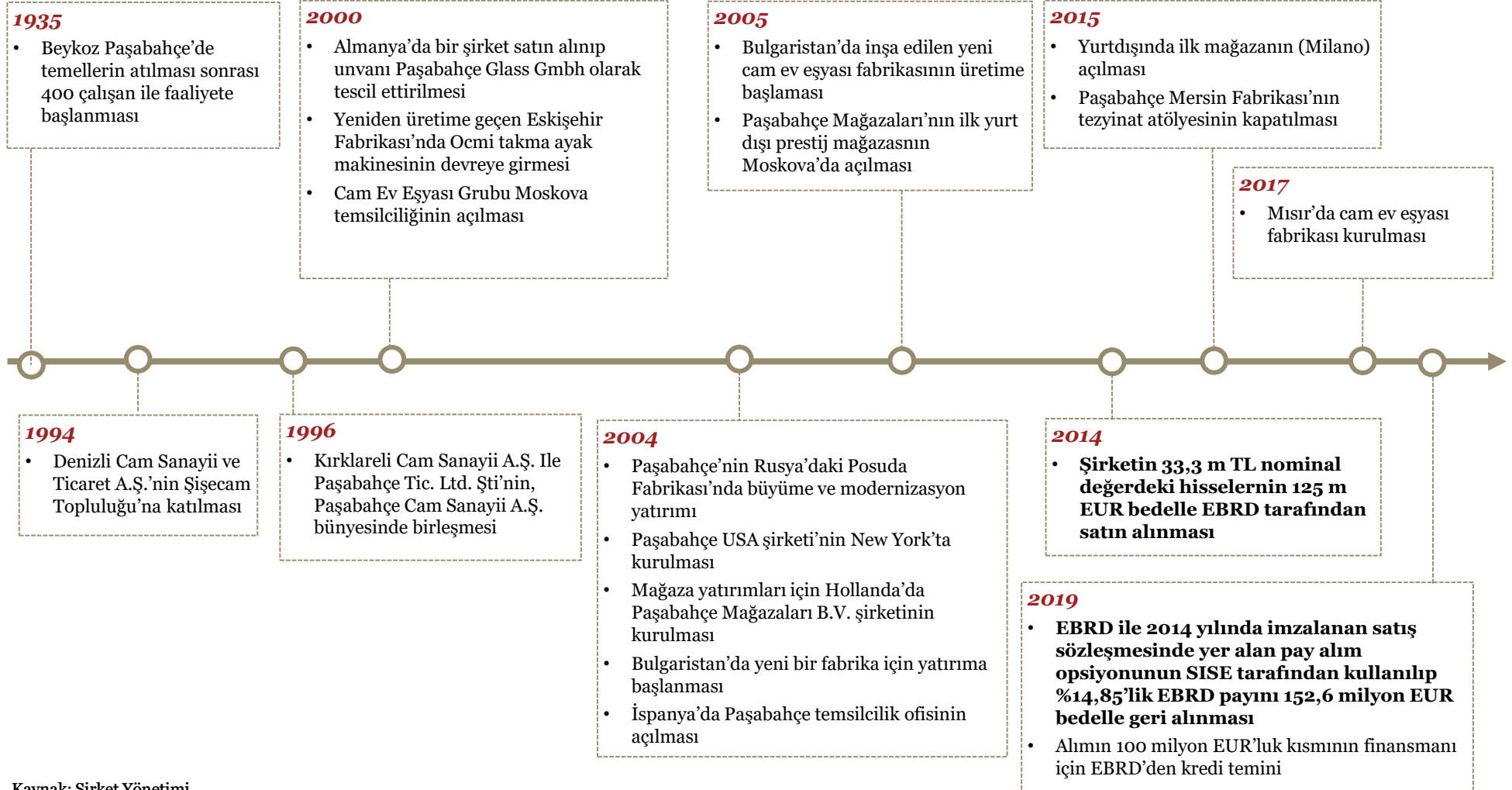
Finansal Göstergeler

Gösterge	2017	2018	2019
Net Satışlar	1,987	2,475	3,020
Değişim %	%20.3	%24.6	%22.0
FAVÖK	257	418	427
FAVÖK Marjı %	%12.9	%16.9	%14.2
Ana Ortaklık Payı	2,799	3,869	4,122
Ana Ortaklık Dışı Paylar	16	22	23
Özsermaye	2,814	3,892	4,145

Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Önemli Tarihsel Gelişmeler



Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Faaliyetler ve Temel Göstergeler

Üretim PB'de **3**, BP, PR ve EG'de **1'er** adet toplamda **6 fabrika** ile gerçekleştirilmektedir. 2019 yılı itibarıyla 100'den fazla ülkeye yapılan satışlarla toplamda **3 milyar TL** ciroya ulaşılmıştır.

Üretim



- **4 ülkede** (Türkiye, Bulgaristan, Rusya ve Mısır), **6 fabrika** ile cam ev eşyası üretim faaliyeti
- **6 ülkede** (İtalya, İspanya, Almanya, Çin, Amerika, Rusya) **yurt dışı satış ofisi**

Mağazalar



- **56** perakende satış mağazası (52 yurt içi – 4 yurt dışı mağaza)
- 4 yurt dışı mağazanın 3 tanesi franchise olarak faaliyet göstermektedir

Çalışanlar



- 2.048'i Beyaz Yaka 5.493'ü ise Mavi Yaka olmak üzere toplam **7.541 çalışan**
- Şişecam Topluluğu içinde en yüksek çalışan sayısı

Satışlar



- 2019 yılında **%70'i** yurt dışına olmak üzere toplam **3 milyar TL** konsolide ciro
- 2019 yılında toplam ciro bazında **Avrupa'nın 2., Dünya'nın 3. en büyük** cam ev eşyası üreticisi
- 100'den fazla ülkeye ürün satışı

Markalar



- Farklı alanlarda (mağazalar, e-ticaret vb.) **4** uluslararası marka altında satış faaliyeti

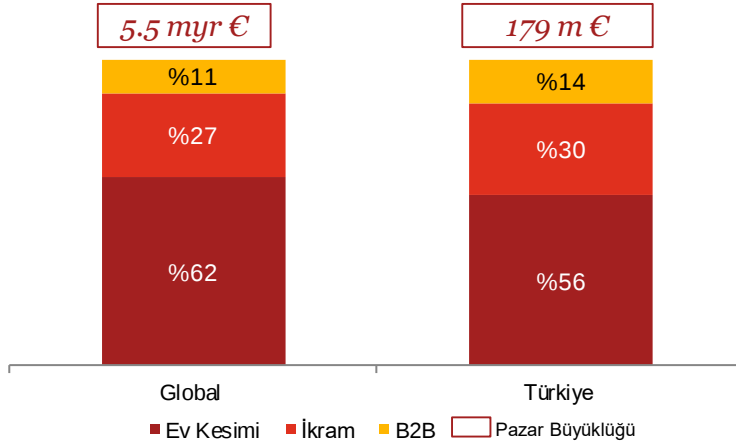
Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Kanal Bazlı Satışlar ve Pazar Payı

PASAB; Ev Kesimi, İkram, B2B olarak 3 ana satış kanalı üstünden satışlarını gerçekleştirmektedir. Ev kesimi toplam satışlar içinde en büyük paya sahiptir. 2019 yılı itibarıyla toplam satışların %62'si bu kanal üzerinden gerçekleşmiştir. Şirketin 2019 pazar payı global pazarda %9'ken Türkiye pazarında %71 olmuştur.

Satış Kanalları Dağılımı - 2019

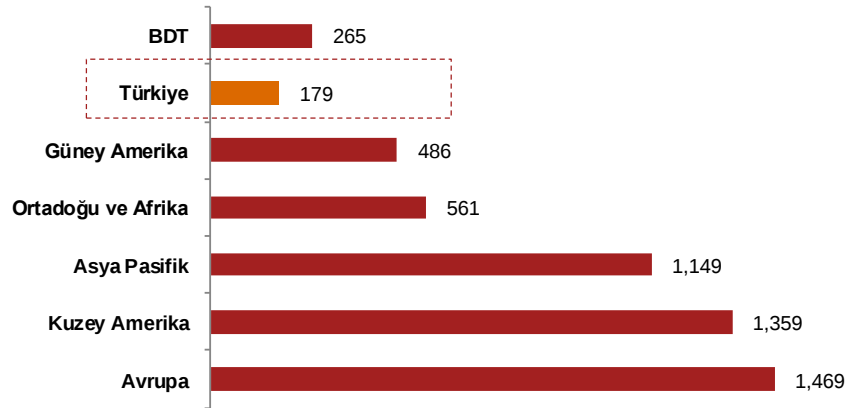


B2B kurumsal firmalara (Coca-Cola, McDonalds vb.) yapılan satışları ifade etmektedir. Firmaların müşterilerine promosyon olarak verdiği cam ürünlerin satışları bu kanal altında takip edilmektedir.

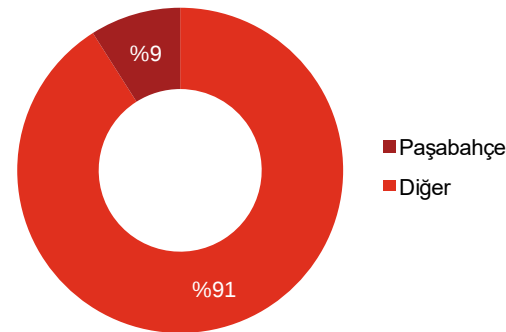
İkram kanalı müşteri portföyü olarak büyük otel zincirlerini, restoranları ve yeme-içme sektöründe faaliyet gösteren işletmeleri kapsamaktadır (Hilton, Divan, Rixos, Turkish Do&Co vb.).

Ev kesimi kanallar arasında en büyük paya sahiptir. Kanaldaki başlıca müşteriler büyük market zincirleri (Migros, Tesco, IKEA vb.) ve indirimli marketlerdir (Bim, Şok, Costco vb.).

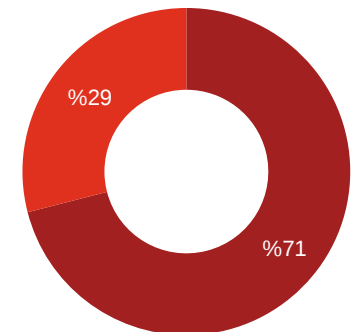
Cam Ev Eşyası Pazar Büyüklüğü (m €) - 2019



Global Pazar Payı - 2019



Türkiye Pazar Payı - 2019



Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Global ve Yerel Rakipler

2019 itibarıyla cam ev eşyası sektörünün ilk 3 oyuncusu (Arc, Libbey, Paşabahçe) toplam global pazarın yaklaşık %40'ını oluşturmaktadır.

Şirketler						
2019 Net Satışlar	~ 935m EUR	~ 700m EUR	~ 475m EUR	~ 225m EUR*	~ 175m EUR	~ 60m EUR*
Global Pazar Payı %	%17	%13	%9	%4,2*	%3,3*	%1*
FAVÖK marjı %	%5-6	%9	%14	%11*	%21	-
Üretim Yeri	FR, ABD, S.ARAB., CN, RU	AB, MX, NL, POR, CN	TR, RUS, BUL, Mısır	İtalya, İspanya	BR	Türkiye
Güçlü Pazarlar	EU, RU, ABD	ABD, MX, EU	TR, RU, EU	EU	G.Amerika	TR
Diğer Rakipler	Ocean Glassware (Tayland), Anchor (ABD), Duralex (FR), Schott Zweisel (EU), Riedel (EU), Pyrex (ABD)					

* 2018 tahmini değerleri

Libbey'in 31.12.2019 tarihi itibarıyla piyasa değeri yaklaşık **29m € / 32m \$'dir.

Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Hedef Pazarlar

PASAB yönetimi 2020-2025 arası stratejik planları doğrultusunda 5 hedef pazarı ABD, Almanya, Mısır, Rusya, İngiltere olarak belirlemiştir. Coğrafi olarak Cam Ev Eşyası pazarında önem arz eden bu 5 ülkeye yönelik yeni aksiyonlarla satış büyümesi elde etmeyi hedeflemektedir.

İngiltere

- 145 milyon pound pazar büyüklüğü
- %16 Pazar payı
- 2019-2025 arası %5 YBBO hedefi

Rusya

- BDT'nin en büyük Cam Ev Eşyası pazarı (**166 milyon \$**)
- %22 olan pazar payının %25'in üzerine çıkartılması hedefi

Amerika Birleşik Devletleri

- En büyük Cam Ev Eşyası pazarı (**1,5 milyar \$**)
- 2019 Satışları: **16,1 milyon \$**
- Mısır tesisinden ABD'ye yapılan satışlardaki vergi avantajı kullanılarak satışların artırılması
- 2019-2025 arası **%22 YBBO** hedefi

Mısır

- Ortadoğu'nun en büyük Cam Ev Eşyası pazarı (**80 milyon \$**)
- Mevcut Pazar payı: **%19**
- Mısır tesisinin avantajını kullanarak 2019-2025 arası satışlarda **%8 YBBO** yakalama hedefi

Almanya

- Avrupa'nın en büyük Cam Ev Eşyası pazarı (**yaklaşık 400 milyon EUR**)
- 2019 Satışları: **30 milyon EUR**
- %8 olan pazar payını **%12'ye** çıkartma hedefi

Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Geçmiş Finansal Tablolar (1/2)

PASAB'a ait konsolide mali tablolar, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGK") tarafından yürürlüğe konulmuş olan Türkiye Finansal Raporlama Standartları ("TFRS") esas alınarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

m TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	40	88	406
2 Ticari Alacaklar	522	658	738
3 Stoklar	817	1,084	1,169
3 Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	8	4
Diğer Dönen Varlıklar	40	97	184
Dönen Varlıklar	1,419	1,935	2,501
Finansal Yatırımlar	0	0	-
Türev Araçlar	-	-	1
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	8	8
4 Maddi Duran Varlıklar	1,536	1,902	2,068
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	4	3
Ertelenmiş Vergi Varlığı	84	88	138
Diğer Duran Varlıklar	2	4	133
Duran Varlıklar	1,628	2,005	2,351
Toplam Varlıklar	3,047	3,940	4,853
5 Kısa Vadeli Borçlanmalar	427	838	833
Ticari Borçlar	204	272	305
5 Türev Araçlar	-	-	24
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	3	1	2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	440	451	120
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,075	1,561	1,283
5 Uzun Vadeli Borçlanmalar	323	84	1,093
Türev Araçlar	-	-	91
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	112	133	154
Ertelenmiş Gelirler	3	2	1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	7	18	15
Uzun Vadeli Yükümlülükler	445	237	1,354
Ödenmiş Sermaye	216	224	224
Diğer Özsermaye Kalemleri	1,288	1,750	1,929
Net Dönem Karı veya Zararı	8	145	39
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	16	22	23
Özkaynaklar	1,527	2,141	2,216
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	3,047	3,940	4,853

1 Şişecam Holding 2019'da gerçekleştirdiği 700m \$'lık tahvil ihracının 140m \$ kısmını PASAB'a aktarmıştır. Elde edilen bu finansman sonrası nakit ve nakit benzerleri 406m TL'ye yükselmiştir. Bu tutarın 336m TL'ye denk gelen kısmı vadesi 3 aydan kısa mevduatlar hesabında yer alırken kalan tutar vadesiz mevduat hesaplarında tutulmaktadır.

2 Grubun ticari alacaklarının büyük bölümü müşterilerin cari hesaplarından oluşmaktadır (31.12.2019 - 682m TL). Kalan kısım ise alacak senetlerinden oluşmaktadır. Grup şirketlerinin alacak devir gün sayıları farklılaşmakla beraber konsolide düzeyde geçmiş dönemlerde 90-95 gün arasında stabil kalmıştır. Grup alacak tahsilat riskine karşılık teminat mektubu, ipotekler vb. yöntemler aracılığıyla 2019 yıl sonu itibarıyla 326m TL teminat toplamıştır.

3 PASAB 2019 yılında, stoklarda taşıdığı büyük miktarı eritmek adına planlı üretim duruşları gerçekleştirmiş ve stoktan satışları artırmıştır. Bunun sonucunda stok devir gün sayıları önceki yıllara göre düşüş göstermiştir.

4 Grubun en büyük sabit kıymet kalemleri cam ev eşyası üretimi için en önemli teçhizat olan fırınları kapsamaktadır. Grup 2018 ve 2019'da yeni fırın yatırımı gerçekleştirmemiştir. 2019 sonu itibarıyla PASAB'ın sabit kıymetlerinin net defter değeri 2,1 milyar TL olmuştur.

5 Grubun toplam finansal borçları içinde en büyük kısım Şişecam'ın ihraç etmiş olduğu tahvilden Paşabahçe'ye aktarılan 140m \$'dan kaynaklanmaktadır. Grup ayrıca tahvilden kaynaklanacak nakit akış riskinden korunmak adına "çapraz para takası" sözleşmesi imzalayarak türev araçlardan yararlanmıştır. 31.12.2019 itibarıyla türev araçlardan kaynaklanan net yükümlülük pozisyonu 113m TL olarak hesaplanmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB**Geçmiş Finansal Tablolar (2/2)**

PASAB'a ait konsolide mali tablolar, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu ("KGGK") tarafından yürürlüğe konulmuş olan Türkiye Finansal Raporlama Standartları ("TFRS") esas alınarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

m TL	MY17	MY18	MY19
1 Net Satışlar	1,987	2,475	3,020
Satışların Maliyeti	(1,284)	(1,570)	(2,026)
Brüt Kar	702	904	993
2 Genel Yönetim Giderleri	(196)	(175)	(203)
Pazarlama Giderleri	(445)	(539)	(624)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(8)	(10)	(11)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	93	185	155
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(54)	(68)	(61)
(+) Amortisman	165	121	178
FAVÖK	257	418	427
(-) Amortisman	(165)	(121)	(178)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	92	297	249
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7	19	10
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(2)	(10)	(5)
Finansman Gelirleri	75	48	324
Finansman Giderleri	(201)	(200)	(553)
Vergi Öncesi Kar	(28)	155	25
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(4)	(17)	(6)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	35	7	17
Dönem Karı (Zararı)	2	145	36

1 Grup 2017 – 2019 arasında konsolide net satışlarını yıllık ortalama %23 artırmıştır. 2018 ve 2019 yıllarında üretim kapasitesinde herhangi bir artış gerçekleşmediği için satışlardaki büyümenin ana kaynakları birim fiyat artışı ve döviz cinsinden oluşan ihracat gelirlerinin TL'ye karşı değer kazanması olmuştur.

2 Genel yönetim giderlerinin ve satış pazarlama giderlerinin net satışlara oranı 2018 ve 2019 yıllarında sabit kalmış %28-%29 olarak gerçekleşmiştir. Başlıca gider kalemleri nakliye giderleri ve işçi – personel giderleridir. Cam ev eşyası üretim sürecinin topluluktaki diğer iş kollarına kıyasla daha yüksek işçilik payına sahip olmasından dolayı işçi – personel gideri en yüksek gider kalemleri arasındadır.

3 Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler ağırlıklı olarak ticari alacaklardan/borçlardan kaynaklanan kur farkı karı/zararından, hurda satış karından ve karşılık giderinden oluşmaktadır. 2018 ve 2019'da TL'nin yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi sonrası ihracat kaynaklı kur farkı karı artmış ve diğer gelirlerde yükselişe neden olmuştur.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB Değerleme Sonuçları

PASAB'ın 4 farklı değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ve Net Varlık Yaklaşımı) kapsamında oluşan değerlendirme sonuçları aşağıdaki tabloda özet olarak sunulmuştur.

Değerleme Yöntemleri	Hisse Değeri	Açıklama
Gelir Yaklaşımı 	405 m TL	“Parçaların Toplamı” yöntemiyle solo şirket değerlerinden konsolide hisse değeri hesaplanmıştır. Üretim şirketleri için “İNA” yöntemi, Holding şirketleri ve operasyonel olmayan diğer şirketler için ise “NVY” yöntemi uygulanmıştır. Projeksiyonlar her şirketin kendi fonksiyonel para birimi üzerinden 2020-2025 yıllarını kapsayacak şekilde hazırlanmıştır.
Piyasa Yaklaşımı 	1.175 m TL	Operasyonel ve finansal yapı olarak benzer karşılaştırılabilir şirketler tespit edilmiştir. Bu şirketlerden elde edilen 2015-2019 dönemlerini kapsayan 5 yıllık ortalama ŞD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. İlgili çarpan, 2019-2022 dönemlerini kapsayan 4 yıllık ortalama FAVÖK (2019 değerleriyle) tutarına uygulanmıştır.
Net Varlık Yaklaşımı 	2.193 m TL	Grubun bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına göre 31.12.2019 itibarıyla hazırlanmış konsolide bilançosunda sunulan özkaynak tutarı düzeltilerek dikkate alınmıştır.
Borsa Değeri (Tahmini) 	252 m TL	PASAB'ın hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle, halka açık Birleşecek Şirketler'in Borsa Değerleri ile Piyasa Yaklaşımı'ndan çıkan değerlendirme sonuçları baz alınarak bir iskonto oranı hesaplanmıştır. Bu iskonto oranı PASAB için Piyasa Yaklaşımı kapsamında hesaplanan değere uygulanarak tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır.

Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

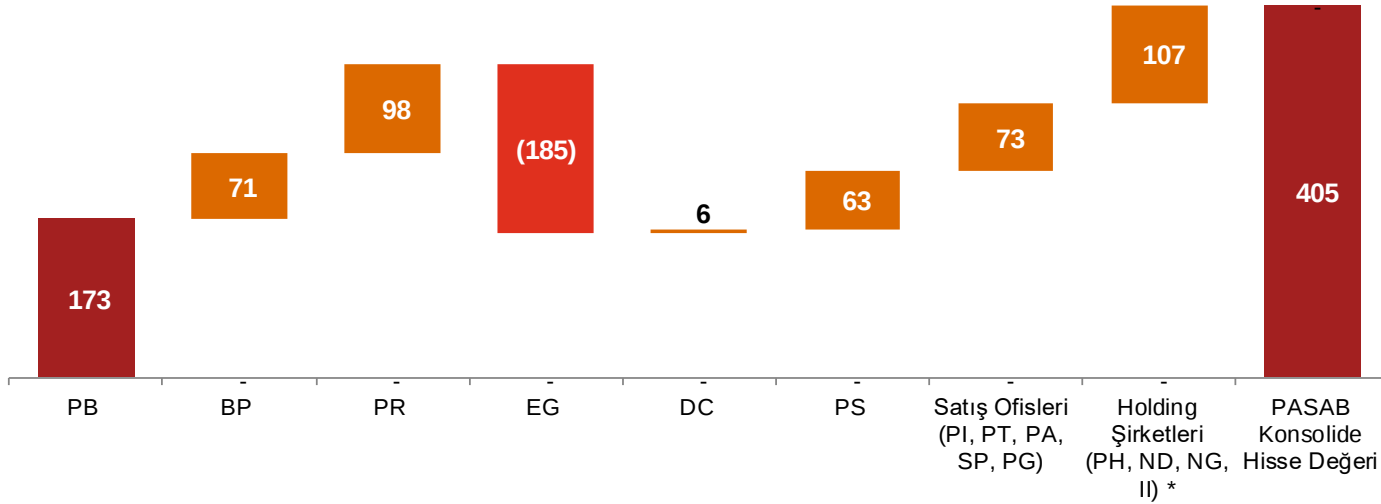
* Gelir yaklaşımına dahil olan şirketlerin toplam efektif şirket değerleri

PASAB

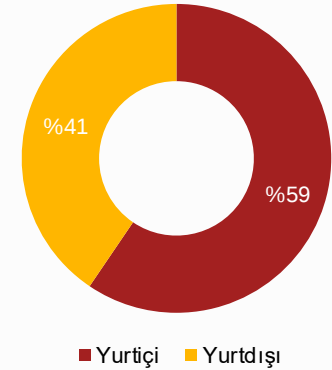
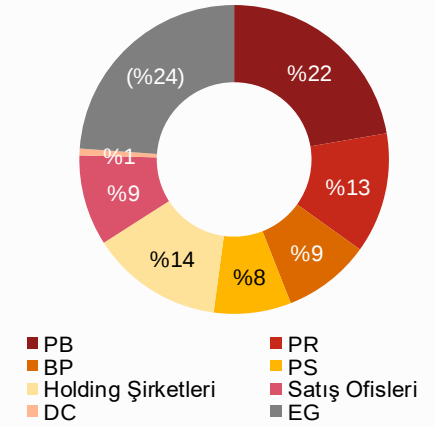
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla PASAB'ın toplam hisse değeri **405m TL** olarak tahmin edilmektedir.

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



	PB	BP	PR	EG	DC	PS	Satış Ofisleri	Holding Şirketleri	Toplam
Şirket Değeri	823	282	347	99	31	84	54	-	1.720
Net Nakit/(Borç)	(712)	(212)	(266)	(284)	(20)	(21)	17	-	(1.498)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8	0	0	0	0	0	0	-	8
Vergi Varlığı	53	0	17	0	0	0	3	-	73
Hisse Değeri	173	71	98	(185)	11	63	73	107	410
Efektif Hisse Oranı	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%51,0	%100,0	%100,0	%100,0	
Hisse Değeri - PASAB	173	71	98	(185)	6	63	73	107	405

* Bağlı ortaklık sermayeleri dışındaki varlık ve yükümlülüklerin bütününe ifade etmektedir.

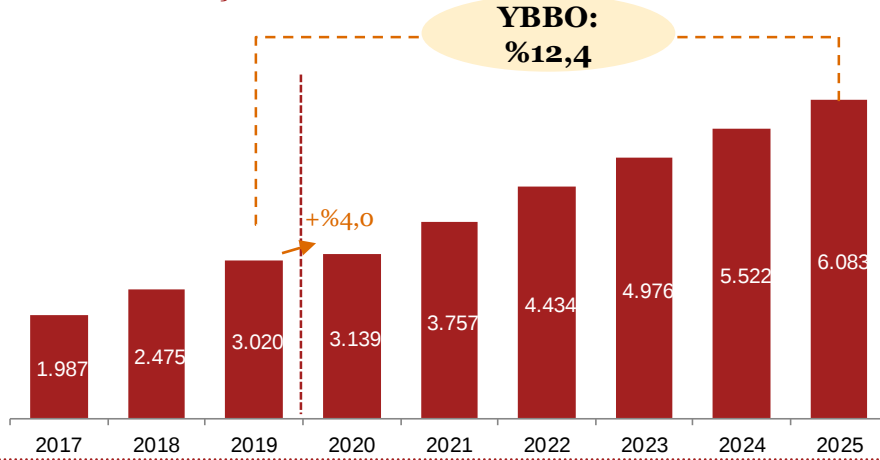
** Yatırım vergi teşviklerinden ve geçmiş dönem zararlarından oluşan vergi varlığı

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

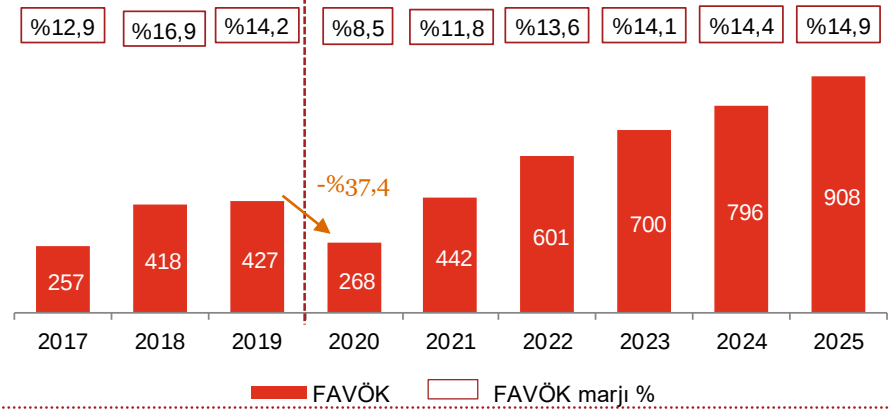
PASAB Gelir Yaklaşımı

PASAB'ın konsolide satışlarının 2020-25 arasında esas olarak fiyat artışları yoluyla yıllık ortalama %12,4 büyüyeceği öngörülmektedir. FAVÖK marjının COVID-19 etkisiyle %8,5'e düşüş sonrası daha karlı ve katma değerli ürünlerin satışlardaki payının artması ile kademeli olarak %14,9'a çıkacağı öngörülmüştür. 2020-25 arasında mevcut fırınların tamamının soğuk onarım geçirmesi planlanmaktadır.

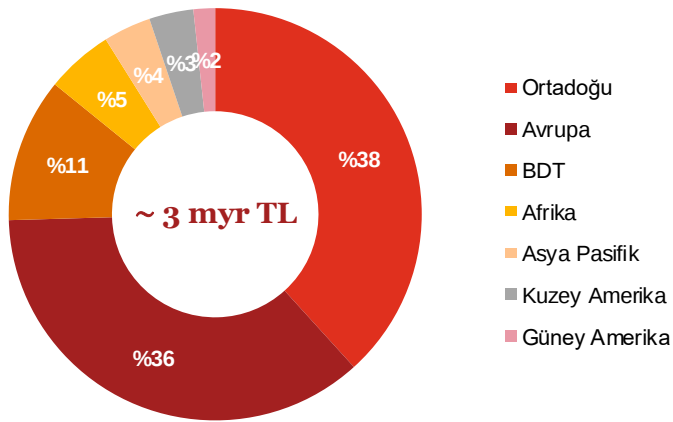
Konsolide Satışlar* (m TL)



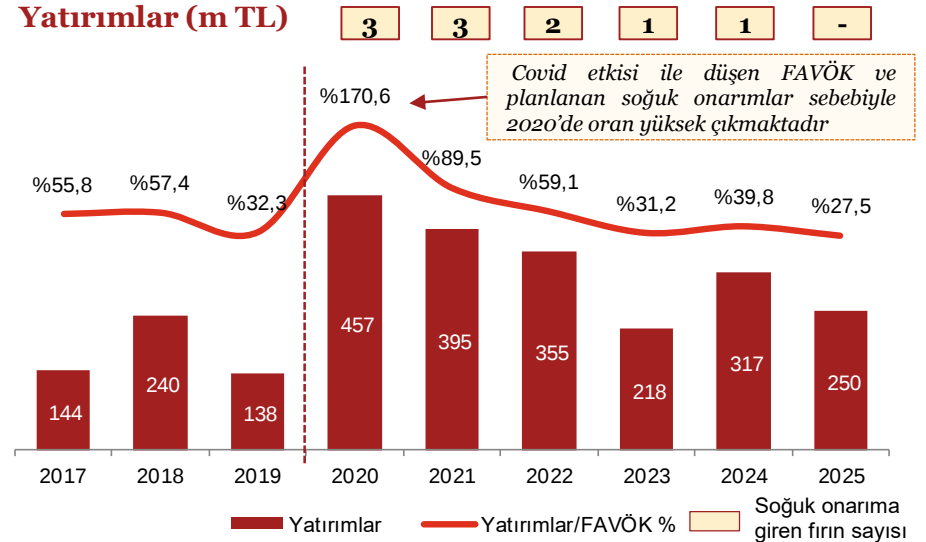
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

* 2017-2019 dönemleri için TMS/TFRS raporlarda sunulan konsolide tutarlar sunulmuştur.

PASAB

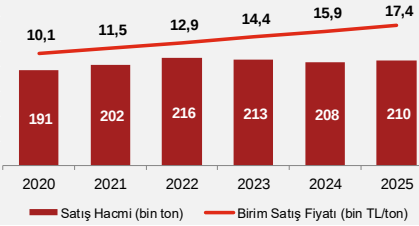
Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (1/4)

Aşağıdaki tabloda PASAB içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

Paşabahçe Türkiye - PB

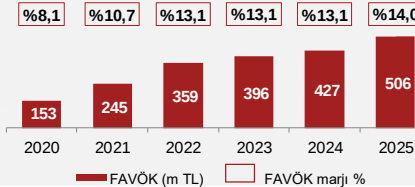
Satışlar

2020 ve 2021'de satış hacminin COVID-19 etkisiyle bütçeye göre sırasıyla %10 ve %5 azalacağı öngörülmüştür. Birim fiyatlarda şirketin daha karlı ürünlerin satışına yönelmesi ve karlılığı artırma hedefi ile 2020-25 arası %11,6 YBBO öngörülmüştür.



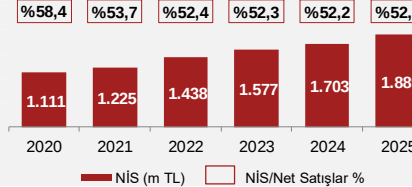
Karlılık

Personel maaşlarında artış haricinde tüm maliyet kalemlerinin enflasyon ile artacağı tahmin edilmiştir. 2020 ve 2021'deki COVID-19 kaynaklı marj düşüşü sonrası daha karlı ürünlerin satışı ve Şirketin global rakiplere kıyasla daha avantajlı konumu ile FAVÖK marjında iyileşme öngörülmektedir.



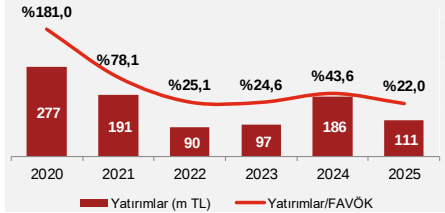
İşletme Sermayesi

Şirketin stoktan satış yaparak stok seviyesini aşağı çekme planı ve alacak tahsilat kabiliyetini artırmak için attığı adımlar dikkate alınarak İşletme Sermayesi seviyesinin satışlara oranının düşeceği tahmin edilmiştir. Stok ve alacak devir hızının 10 gün azalarak sırasıyla 180 ve 115 güne inmesi beklenmektedir.



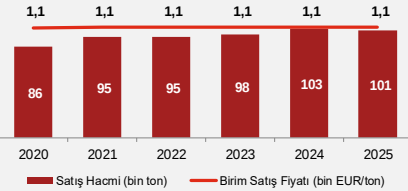
Yatırım

Şirket faal durumdaki 5.fırını 2020 (2), 2021 (2) ve 2024 (1) yıllarında soğuk onarıma almayı planlamaktadır. Projeksiyon döneminde yeni fırın yatırımı öngörülmeyp mevcut kapasite ile devam edileceği varsayılmıştır.

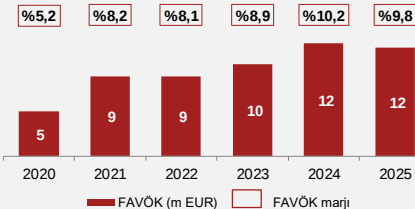


Paşabahçe Bulgaristan BP

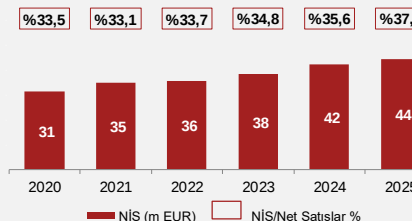
Net satışların projeksiyon döneminde EUR enflasyon ile büyüyeceği öngörülmüştür. Satış tonajının 2020 ve 2021'de COVID-19 etkisiyle bütçeye göre sırasıyla %10 ve %5 azalması öngörülmüştür. 2021 sonrası ise soğuk onarımlar nedeniyle yaşanan düşüşler hariç stabil kalacağı tahmin edilmiştir.



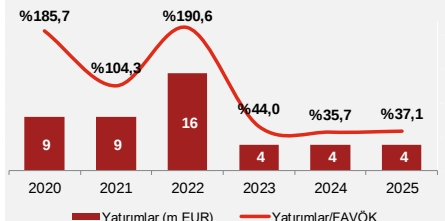
Satışların maliyetinin enflasyon ile büyüyeceği öngörülmüştür. FAVÖK karlılığının projeksiyon döneminde normal şartlarda %9-10 civarı olacağı tahmin edilmiştir. 2020 ve 2021'de COVID-19 kaynaklı marj düşüşü öngörülmüştür.



Şirketin üretim tonajından daha düşük satış tonajı elde edeceği öngörülmektedir. Bunun sonucunda stok seviyesindeki artışla beraber İşletme Sermayesi seviyesinin satışlara oranının 370 baz puan artacağı tahmin edilmektedir.



Şirket faal durumdaki 2.fırını 2021 ve 2022'te soğuk onarıma almayı planlamaktadır. Projeksiyon döneminde yeni fırın yatırımı öngörülmeyp mevcut kapasite ile devam edileceği varsayılmıştır.

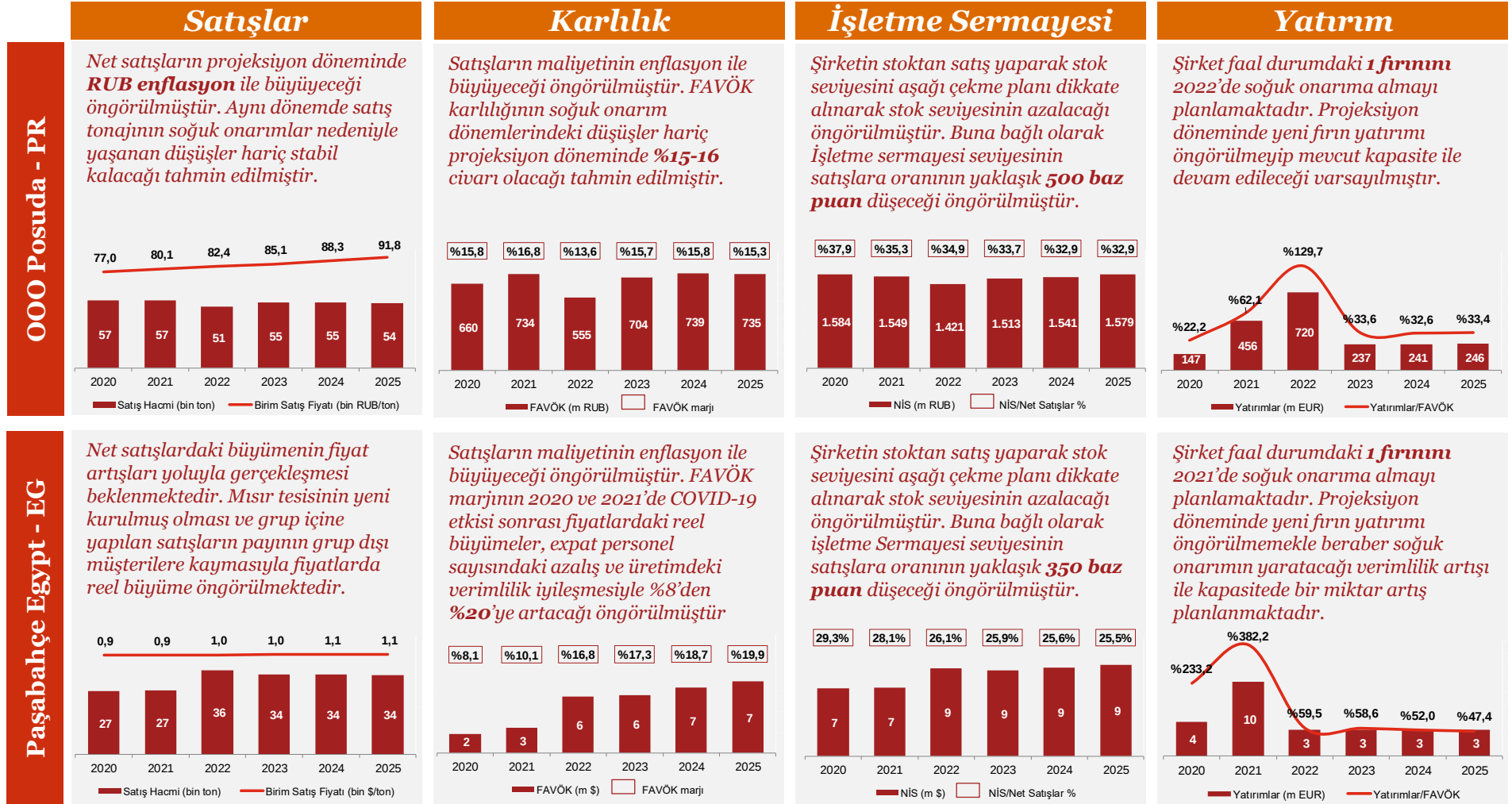


Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB

Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (2/4)

Aşağıdaki tabloda PASAB içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

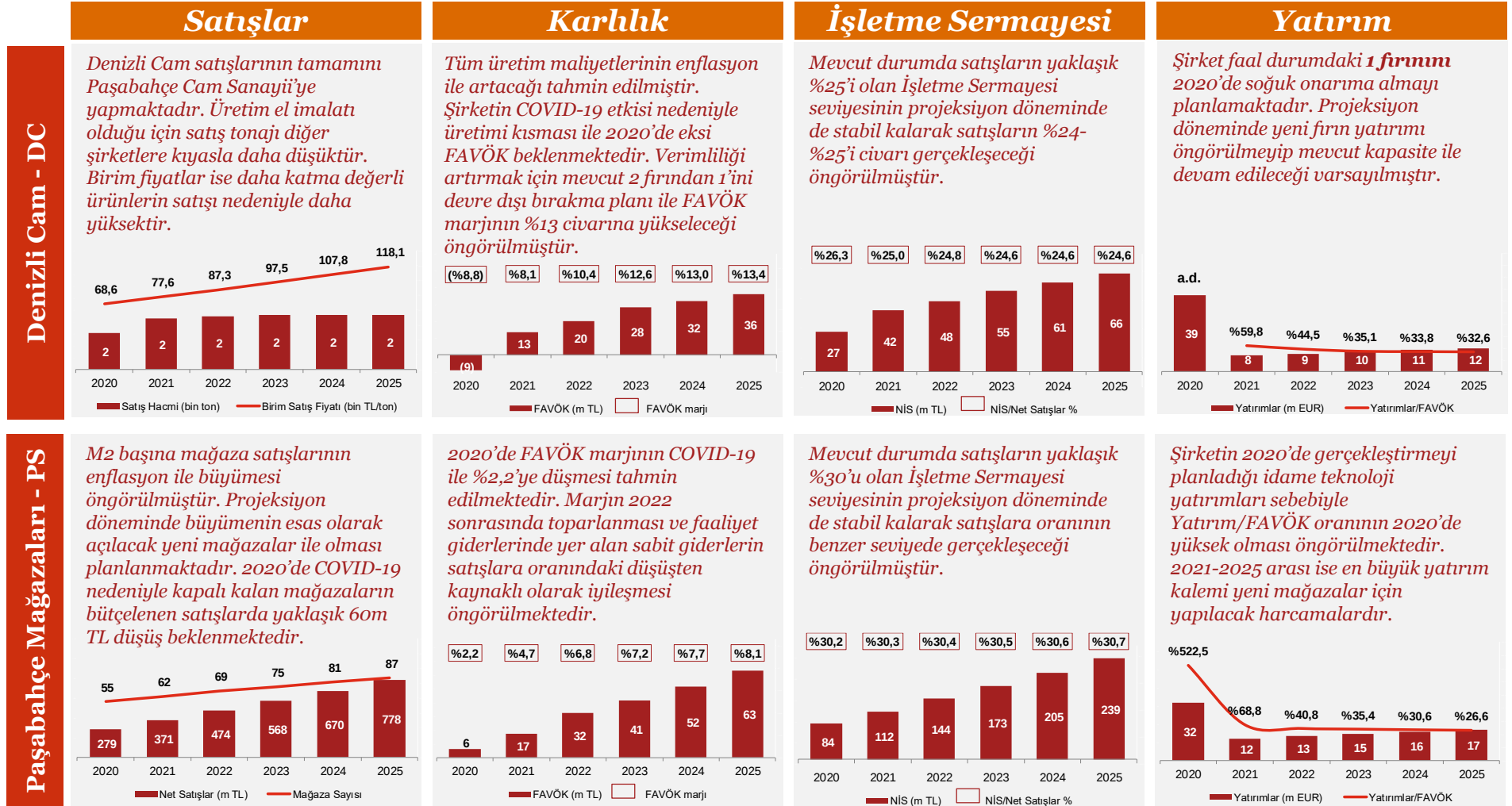


Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB

Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (3/4)

Aşağıdaki tabloda PASAB içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(4/4)**

Aşağıdaki tabloda PASAB içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

	Satışlar	Karlılık	İşletme Sermayesi	Yatırım
Satış Ofisleri PI - PT - PA	Satış ofisleri 2 farklı iş modeliyle faaliyet göstermektedir. Birinci modelde deposu bulunan ve üretim şirketlerinden ürün alıp son müşteriye satış yapan ofisler yer almaktadır (PI, PT, PA). İkinci modelde tek gelir kaynağı üretim şirketlerinden yapılan satışlar üstünden elde edilen komisyon olan şirketler mevcuttur (SP, PG). Tüm ofisler için gelirlerin ilgili enflasyon oranıyla büyüyeceği öngörülmüştür.	Satış ofislerinin FAVÖK marjlarının 2019 yılında gerçekleşen marjlarla aynı seviyede kalacağı öngörülmüştür. COVID-19 etkisiyle satış hacimlerinde düşüş öngörülmüştür. Satış hacminin COVID-19 öncesine toparlanmasının ise 2021 ve 2022'de kısmi iyileşmeler sonrası gerçekleşmesi beklenmektedir.	PT ve PA dışında kalan satış ofisleri için İşletme Sermayesi seviyesinin satışlara oranının 2019 seviyesi ile benzer olacağı öngörülmüştür. PT ve PA'nın mevcut durumda bilançolarında taşıdığı yüksek tutarda ve vadesi geçmiş grup içi ticari borçlarının büyük kısmını projeksiyon döneminde geri ödeyeceği varsayılmıştır. Bu nedenle NİS seviyesinin ilgili dönemde yükseleceği öngörülmüştür.	Satış ofislerinin faaliyetlerini sürdürmeleri için gerekli olan yatırım tutarı düşük seviyededir. Bu nedenle projeksiyon dönemi için önemli bir yatırım planı öngörülmemiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB**Piyasa Yaklaşımı (1/2)**

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla PASAB'nin toplam hisse değeri **1,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	373	268	442	601	
1 Sahiplik Oranları ile Çarpılmış FAVÖK**	369	272	435	591	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)	369	243	347	423	345
ŞD / FAVÖK					7,2x
3 Şirket Değeri					2.475
Net Nakit/(Borç)					(1.488)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					8
Vergi Varlığı					73
5 Diğer Şirketler					107
Paşabahçe Investment B.V.					101
Nude Design Investment B.V.					5
İstanbul Investment B.V.					0
Nude Glass Investment B.V.					0
Düzeltilmiş Hisse Değeri					1.175

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

** Gelir Yaklaşımı'nda Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilen şirketlerin sahiplik oranlarıyla çarpılmış FAVÖK tutarlarını içerir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 PASAB'ın MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide, sahiplik oranları ile çarpılmış FAVÖK tutarları piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır. (Seçilen şirketler ve çarpan hesaplamasının detaylarını devam eden sayfada bulabilirsiniz.)
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, FAVÖK tutarıyla dahil olan operasyonel şirketlerin; net borç/nakit, yatırım amaçlı gayrimenkul ve vergi varlığı dikkate alınmıştır. Tutarlar, ilgili şirketlerin PASAB seviyesindeki sahiplik oranlarıyla ağırlıklandırılarak hesaplamaya dahil edilmiştir.
- 5 Operasyonel olmayan diğer şirketlerin, 31.12.2019 itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı'na göre hesaplanan değerleri, hisse değerine dahil edilmiştir.

PASAB

Piyasa Yaklaşımı (2/2)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla PASAB'ın toplam hisse değeri **1,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

Karşılaştırılabilir Şirketler ve Çarpan Analizi

m \$	Şirket Değeri					Net Satışlar					FAVÖK					FAVÖK %				
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19
Libbey Inc.	1.147	732	589	538	476	825	796	785	801	786	113	108	74	72	73	13,7%	13,6%	9,4%	9,0%	9,3%
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	98	88	100	159	268	144	184	200	198	197	23	28	41	45	41	15,9%	15,4%	20,3%	22,8%	20,8%

Piyasa yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketler belirlenirken seçilen şirketlerin faaliyet alanları, karlılık, borçluluk seviyeleri ve operasyonel yapıları dikkate alınmıştır.

PASAB'ın mevcut global pazar payı ve satış hacmi dikkate alınarak 2 adet global cam ev eşyası üretimi yapan şirket çarpan analizinde kullanılmıştır. Karşılaştırma için uygun şirket sayısı sınırlı kalmasına karşın seçilen 2 şirket, PASAB ile doğrudan rekabet halinde olduğu için uygun bir gösterge oluşturduğu düşünülmektedir.

Şirketlerin seçilmesinde fırın sayısı, pazar genişliği, ürün gamı, satış hacmi, FAVÖK oranı, borçluluk oranı, karlılık seviyesi ve benzer finansal metrikler göz önünde bulundurulmuştur.

Seçilen 2 şirketin, 2015-2019 dönemleri arasında halka açık piyasalarda gerçekleşen ŞD/FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Yukarıdaki tabloda gösterilen şirket değerleri, seçilen şirketlerin ilgili yıl boyunca ortaya çıkan ortalama şirket değerleridir.

Seçilen 7 şirketin, 2015-2019 dönemleri için hesaplanan ortalama çarpanları yukarıdaki tabloda gösterildiği şekilde 5,4x - 7,8 arasındadır. 2015-2019 dönemlerinin ortalaması olarak hesaplana 7,2x piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.



m \$	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ortalama
Libbey Inc.	10,1x	6,8x	7,9x	7,4x	6,5x	7,8x
Nadir Figueiredo Ind. e Com. S.A.	4,2x	a.d.*	a.d.*	a.d.*	6,5x	5,4x
Ortalama	7,2x	6,8x	7,9x	7,4x	6,5x	7,2x

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

* Uç değerler olarak ortaya çıkan çarpanlar çalışma kapsamında dikkate alınmamıştır.

PASAB**Net Varlık Yaklaşımı**

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla PASAB'ın toplam hisse değeri **2,2 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.*

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	224
Sermaye Düzeltme Farkları	70
Ortak Kontrole Tabi İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(12)
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	166
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	706
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	378
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	620
Net Dönem Karı veya Zararı	39
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	23
Toplam Özkaynak	2.216
1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi	(23)
Net Varlık Değeri	2.193

Yandaki tabloda, KGK'nın Bağımsız Denetim Standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, PASAB'a ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla PASAB'ın raporlanan konsolide özkaynak tutarı 2.216m TL olup, kontrol gücü olmayan paylar düzeltmesi sonrası Net Varlık Değeri **2.193m TL** olarak tahmin edilmektedir.

1 Kontrol Gücü Olmayan Paylar Düzeltmesi:

Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içerisinde gösterilen kontrol gücü olmayan paylar Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

PASAB

Tahmini Borsa Değeri

PASAB'ın hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Piyasa Yaklaşımı sonuçları dikkate alınarak PASAB için tahmini bir Borsa Değeri hesaplanmıştır. Yapılan hesaplama sonucunda PASAB'ın tahmini Borsa Değeri **252m TL** olarak öngörülmüştür.

İskonto Oranı

	Birleşecek Şirketler	Karşılaştırılabilir Şirketler	
	ŞD / FAVÖK (x)	ŞD / FAVÖK (x)	
	FY15-FY19 Ortalama	FY15-FY19 Ortalama	İskonto Oranı
SISE	5,4x	7,5x	%28
TRKCM	4,8x	7,3x	%34
ANACM	4,6x	8,5x	%46
SODA	4,7x	8,0x	%42
DENCM	a.d.	7,2x	a.d.
Ortalama			%37

Tahmini Borsa Değeri (*)

m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
FAVÖK	373	268	442	601	
Sahiplik Oranları ile Çarpılmış FAVÖK**	369	272	435	591	
Enflasyon Endeksi	1,00	1,12	1,25	1,40	
FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)	369	243	347	423	345
Karşılaştırılabilir Şirketler - ŞD / FAVÖK Ort.					A 7,2x
İskonto Oranı					B %37
İskontolanmış ŞD / FAVÖK Ort.					A x (1 - B) 4,5x
Şirket Değeri					1.552
Net Nakit/(Borç)					(1.488)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller					8
Vergi Varlığı					73
Diğer Şirketler					107
Tahmini Borsa Değeri					252

(*) PASAB için tahmin edilen borsa değeri, şirketin olası halka arzında oluşacak borsa değeri için hiçbir şekilde referans teşkil etmemektedir. Bu tahmin sadece birleşme çalışmasında kullanılması maksadıyla yapılmıştır.

Kaynak: PwC Analizi

PASAB halka açık olmamasına rağmen kullanılan değerleme yöntemleri arasında bir tutarlılık olması açısından borsa değeri için bir tahmin yapılmıştır. PASAB'ın tahmini borsa değerinin hesaplaması için, halka açık Birleşecek Şirketler'in borsa değerleri baz alınarak hesaplanan piyasa çarpanları ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpanlar karşılaştırılmıştır. Bu çarpanların birbirlerine oranları Piyasa Yaklaşımı'ndan elde edilen değer ile Borsa Değeri arasındaki **iskonto oranı** olarak dikkate alınmıştır. Halka açık Birleşecek Şirketler'in iskonto oranlarının aritmetik ortalaması, PASAB için Piyasa Yaklaşımı ile karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen çarpına uygulanarak PASAB için tahmini Borsa Değeri hesaplanmıştır.

Belirtilen hesaplama yönteminin halka açık Birleşecek Şirketler için uygulanması ile iskonto oranı **%37** olarak hesaplanmıştır. İskonto oranı PASAB'ın karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanına uygulanarak tahmini borsa değeri **252m TL** olarak hesaplanmıştır.

DENCM

DENCM

Geçmiş Finansal Tablolar (1/2)

DENCM'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilançolar

m TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
1 Nakit ve Nakit Benzerleri	0	0	9
2 Ticari Alacaklar	15	21	15
3 Stoklar	21	20	17
3 Diğer Dönen Varlıklar	1	12	15
Dönen Varlıklar	38	53	56
4 Maddi Duran Varlıklar	51	68	68
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	-
Diğer Duran Varlıklar	3	3	2
Duran Varlıklar	54	71	70
Toplam Varlıklar	92	124	126
Kısa Vadeli Borçlanmalar	15	-	0
Ticari Borçlar	5	7	8
5 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	15	45	39
Kısa Vadeli Yükümlülükler	35	52	47
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	8	10	13
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8	10	13
Ödenmiş Sermaye	6	6	15
Diğer Özsermaye Kalemleri	46	57	56
Net Dönem Karı veya Zararı	(3)	(0)	(6)
Özkaynaklar	49	63	65
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	92	124	126

1

DENCM'nin 2019'da gerçekleştirdiği 9m TL'lik bedelli sermaye artırımını sonucunda nakit ve nakit benzerleri 31.12.2019 itibarıyla bir önceki yıl sonuna göre yükselmiştir. Şirket bankadaki nakdinin çok büyük bir kısmını vadeli mevduat olarak tutmaktadır.

2

Şirketin ticari alacaklarının tamamı PB'ye yapılan satışlardan doğan alacaklardan oluşmaktadır (31.12.2019 - 15m TL). Tamamı ilişkili taraflardan olan ticari alacakların devir hızı geçmiş dönemlerde 2-3 ay arasında gerçekleşmiştir.

3

Şirket el imalatı olarak ve PB'nin sözleşmeli üreticisi statüsünde üretim yaptığı için stok seviyesi otomatik üretim yapan şirketlere kıyasla daha düşüktür. Stok devir hızı geçmiş dönemlerde 3-4 ay olarak gerçekleşmiş ve 2019 yıl sonu itibarıyla düşüş göstererek 60-70 gün arası oluşmuştur.

4

Şirketin en büyük sabit kıymet kalemleri cam ev eşyası üretimi için en önemli teçhizat olan fırınları kapsamaktadır. Grup 2018 ve 2019'da yeni fırın yatırımı gerçekleştirilmemiştir. Mevcut fırınların soğuk onarım tamirleri en büyük sabit kıymet yatırımı kalemini oluşturmuştur. 2019 sonu itibarıyla DC'nin sabit kıymetlerinin net defter değeri 68m TL olmuştur.

5

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler altında en büyük kalem olarak "İlişkili Taraflara Diğer Borçlar" yer almaktadır. Finansman sağlama amacıyla Şişecam'dan alınan bu borçlar için DC faiz giderine katlanmaktadır. 31.12.2019 itibarıyla Şişecam'a 33m TL borç bakiyesi mevcuttur.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

DENCM

Geçmiş Finansal Tablolar (2/2)

DENCM'ye ait konsolide mali tablolar, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiştir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tabloları

m TL	MY17	MY18	MY19
1 Net Satışlar	82	107	132
Satışların Maliyeti	(70)	(91)	(115)
2 Brüt Kar	12	15	18
Genel Yönetim Giderleri	(6)	(7)	(10)
Pazarlama Giderleri	(5)	(4)	(3)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(0)	(0)	(0)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2	2	1
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2)	(1)	(1)
(+) Amortisman	4	4	4
FAVÖK	5	9	7
3 (-) Amortisman	(4)	(4)	(4)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	1	5	3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	0	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	(0)	-
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Payları	0	-	-
Finansman Gelirleri	1	0	0
Finansman Giderleri	(4)	(7)	(8)
Vergi Öncesi Kar	(2)	(2)	(5)
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-	-	-
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(0)	2	(1)
Dönem Karı (Zararı)	(3)	(0)	(6)

1 Grup 2017 – 2019 arasında konsolide net satışlarını yıllık ortalama %27 artırmıştır. 2018 ve 2019 yıllarında üretim kapasitesinde herhangi bir artış gerçekleşmediği için satışlardaki büyümenin ana kaynağı transfer fiyatlandırmasından kaynaklanan birim fiyat artışları olmuştur.

2 Genel yönetim giderlerinin ve satış pazarlama giderlerinin net satışlara oranı 2018 ve 2019 yıllarında sabit kalmış %10 olarak gerçekleşmiştir. Başlıca gider kalemleri işçi – personel giderleri ve holding hizmet giderleridir. Üretim sürecinin el imalatı olması nedeniyle işçi – personel gideri en yüksek gider kalemini oluşturmaktadır.

3 Finansman giderlerinin en büyük kısmı ilişkili taraflardan alınan finansman amaçlı borçlardan doğan faiz giderlerinden oluşmaktadır. Faiz giderleri MY18 ve MY19'da sırasıyla 6.6m TL ve 8m TL olarak gerçekleşmiştir.

DENCM Değerleme Sonuçları

DENCM'nin 4 farklı değerlendirme yaklaşımı (Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Değeri) kapsamında oluşan değerlendirme sonuçları aşağıdaki tabloda özet olarak sunulmuştur.

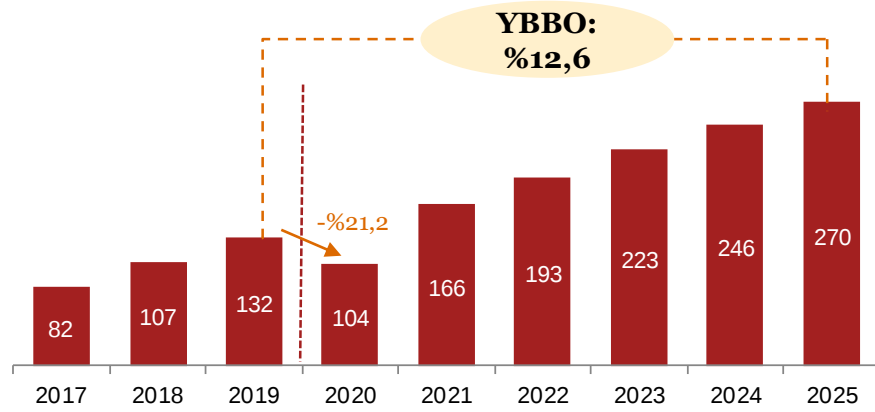
Değerleme Yöntemleri	Hisse Değeri	Açıklama
Gelir Yaklaşımı 	11 m TL	“İndirgenmiş Nakit Akımı” yöntemi kullanılarak, DENCM'nin fonksiyonel para birimi olan TL üzerinden 2020-2025 yıllarını kapsayacak şekilde hazırlanan projeksiyonlar baz alınarak hesaplanmıştır.
Piyasa Yaklaşımı 	23 m TL	Operasyonel ve finansal yapı olarak benzer karşılaştırılabilir şirketler tespit edilmiştir. Bu şirketlerden elde edilen 2015-2019 dönemlerini kapsayan 5 yıllık ortalama ŞD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. İlgili çarpan, 2019-2022 dönemlerini kapsayan 4 yıllık ortalama FAVÖK (2019 değerleriyle) tutarına uygulanmıştır.
Net Varlık Yaklaşımı 	65 m TL	Grubun bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/IFRS standartlarına göre 31.12.2019 itibarıyla hazırlanmış konsolide bilançosunda sunulan özkaynak tutarı düzeltilerek dikkate alınmıştır.
Borsa Değeri 	83 m TL	DENCM'nin günlük ağırlıklı ortalama hisse fiyatının pay adedi ile çarpılması sonucu bulunan piyasa değerinin son 1 yıllık (31 Ocak 2019-30 Ocak 2020) ortalaması dikkate alınmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla dağıtılması/toplanması planlanan temettüler de Borsa Değeri kapsamında dikkate alınmıştır.

Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

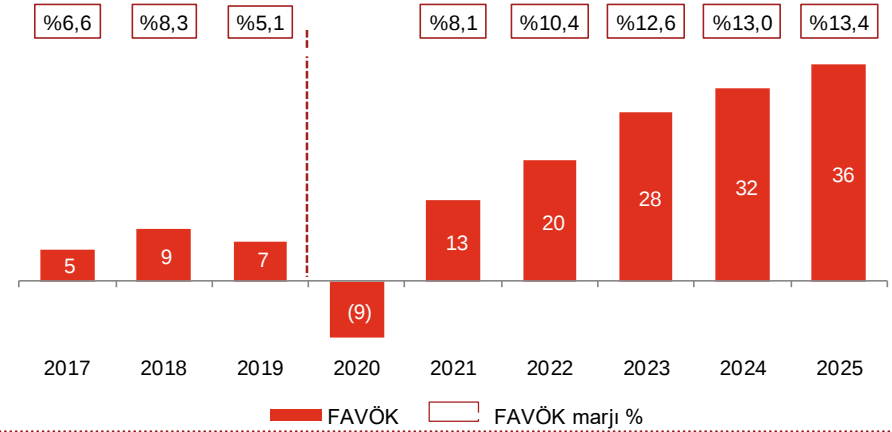
DENCM Gelir Yaklaşımı

DENCM'nin toplam satışlarının tamamen birim fiyatlardaki artışlar yoluyla 2019-2025 arası yıllık ortalama %12,6 büyüyeceği öngörülmüştür. Aynı dönemde FAVÖK marjının yönetimin üretim sürecinde ve kapasite yönetiminde verimliliği artırma planları doğrultusunda %8-9'dan %13 civarına artacağı tahmin edilmiştir. COVID-19 nedeniyle Şirketin 2020'de FAVÖK düzeyinde zarar etmesi beklenmektedir.

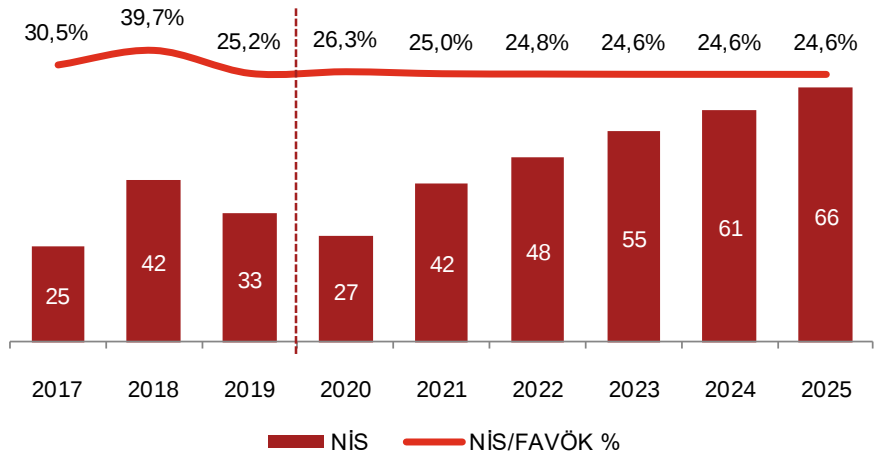
Net Satışlar* (m TL)



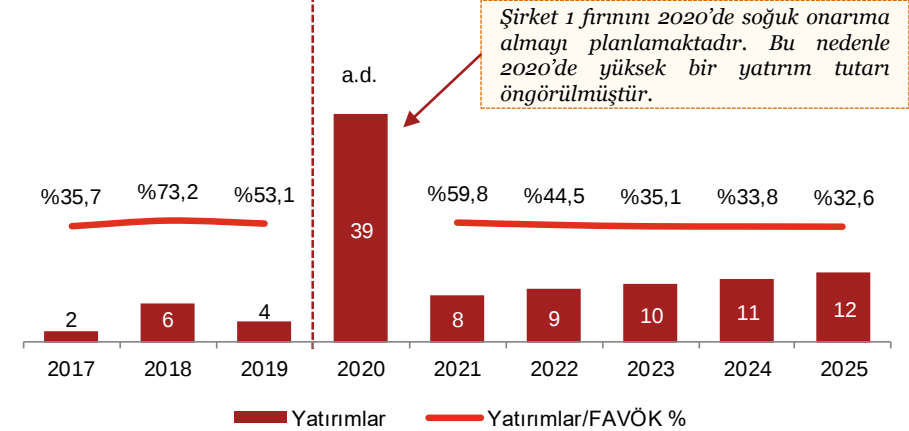
FAVÖK* (m TL)



İşletme Sermayesi (m TL)



Yatırımlar (m TL)



* 2017-2019 dönemleri için TMS/TFRS raporlarda sunulan konsolide tutarlar sunulmuştur.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

DENCM

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla DENCM'nin toplam hisse değeri **23m TL** olarak tahmin edilmektedir.

	m TL	MY19	MY20	MY21	MY22	Ortalama*
1 FAVÖK		7	(9)	13	20	
Enflasyon Endeksi		1,00	1,12	1,25	1,40	
2 FAVÖK (2019 Fiyatına İndirgenmiş)		7	(8)	11	14	6
ŞD / FAVÖK						7,2x
3 Şirket Değeri						43
Net Nakit/(Borç)						(20)
4 Düzeltilmiş Hisse Değeri						23

* FAVÖK tutarı MY19-MY22 dönemlerinin ortalamasını ifade eder. Hisse değerine gelirken eklenen tutarlar 2019 yıl sonu rakamlarıdır.

Piyasa yaklaşımı kapsamında aşağıdaki adımlar uygulanmıştır:

- 1 DENCM'nin MY19-MY22 yılları arasında yarattığı / yaratacağı öngörülen konsolide FAVÖK tutarları gelir yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.
- 2 İlgili FAVÖK tutarları TL enflasyon tahminleri kullanılarak 2019 fiyatlarına indirgenmiştir.
- 3 Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları 2019 fiyatına indirgenmiş ortalama MY19-MY22 FAVÖK tutarına uygulanarak Şirket Değeri hesaplanmıştır. DENCM yalnızca el imalatı üretim yaptığı ve sözleşmeli üretici olduğu için birebir karşılaştırılabilir şirket mevcut değildir. Bu nedenle PB'nin sözleşmeli üreticisi statüsünde olduğundan ve tüm satışlarını PB'ye gerçekleştirdiğinden dolayı Paşabahçe'nin piyasa yaklaşımı analizi için kullanılan karşılaştırılabilir şirketler ve çarpanlar dikkate alınmıştır.
- 4 Hisse değerine gelirken, Piyasa Yaklaşımı hesaplamasına, DENCM'nin net borç/nakit tutarı dikkate alınmıştır.

DENCM

Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla DENCM'nin toplam hisse değeri **65m TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	31.12.2019
Ödenmiş Sermaye	15
Sermaye Düzeltme Farkları	21
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	42
Yabancı Para Çevrim Farkları	44
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	(1)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	(8)
Net Dönem Karı veya Zararı	(6)
Net Varlık Değeri	65

Yandaki tabloda, SPK'nın "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hükümlerine uygun olarak hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, DENCM'ye ait konsolide özkaynak tutarının detayları yer almaktadır.

Şirketlerin bağımsız denetimden geçmiş ve TMS/TFRS standartlarına uygun, 31.12.2019 itibarıyla oluşturulmuş bilançolarında bulunan özkaynak tutarlarının Net Varlık Yaklaşımı kapsamında şirketlerin toplam hisse değerlerinin uygun bir göstergesi olacağı varsayılmıştır.

31.12.2019 itibarıyla DENCM'nin raporlanan konsolide özkaynak tutarı olan **65m TL** Net Varlık Değeri olarak dikkate alınmıştır.

DENCM Borsa Değeri

DENCM'nin Borsa Değeri birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan 30.01.2020'dan itibaren geçmiş 12 aydaki ortalama hisse değeri olarak dikkate alınmıştır. Buna göre DENCM'nin Borsa Değeri **83m TL** olarak hesaplanmıştır.

Borsa Değeri ve İşlem Hacmi (m TL)

Hisse Fiyatı (TL/Lot)

18,00

16,00

14,00

12,00

10,00

8,00

6,00

4,00

2,00

	Düzeltilmiş A.O. Fiyat (TL/Lot)	Hisse Değeri (m TL)
Son 1 Ay	8,85	133
Son 3 Ay	7,63	114
Son 6 Ay	6,50	97
Son 12 Ay	5,54	83
Düzeltilmiş Borsa Değeri		83

DENCM'nin bedelli sermaye artırımını yapmasından dolayı ortalama hisse değerleri için, her işlem gününün ağırlıklı ortalama hisse fiyatı ve o işlem gününde mevcut olan pay adedi çarpılarak hesaplanan günlük hisse değerleri baz alınmıştır.

Bedelli sermaye artırımının geçerli olduğu tarih olan 16.09.2019 öncesindeki günlük hisse değerleri, artırılan sermaye tutarı olan 9m TL'nin hisse değerine eklenmesiyle düzeltilmiştir.

Tabloda sunulan ağırlıklı ortalama fiyat, ortalama hisse değerlerinin güncel pay adedi olan 15m'ye bölünmesiyle elde edilmiştir.

Denizli Cam SPK'nın 05.09.2019'da onayladığı yönetim kurulu kararı uyarınca bedelli sermaye artışı yapmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 6m TL'den 15m TL'ye yükselmiştir.

31/01/2019 28/02/2019 31/03/2019 30/04/2019 31/05/2019 30/06/2019 31/07/2019 31/08/2019 30/09/2019 31/10/2019 30/11/2019 31/12/2019 30/01/2020

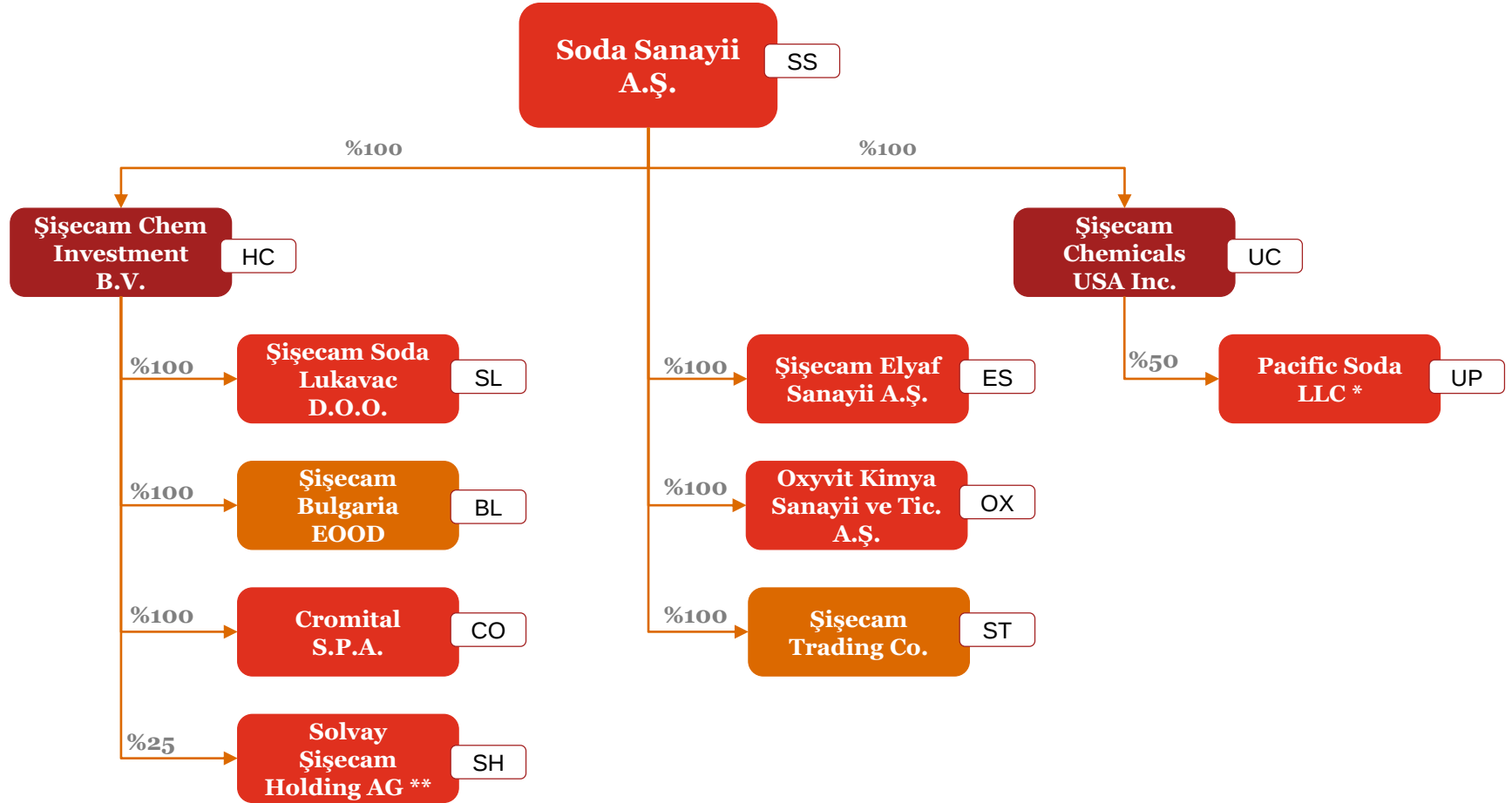
İşlem Hacmi (m TL) Ağırlıklı Ort. Fiyatı

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

SODA

SODA Ortaklık Yapısı

SODA 7 üretim şirketi, 2 ticaret şirketi ve 2 holding şirketi ile soda, krom, cam elyaf, vitamin K ve diğer çeşitli kimyasal sektörlerinde faaliyet göstermektedir.



* İş Ortaklığı

** İştirak

Üretim Şirketi	Ticaret Şirketi
Şirket Kodu	Holding Şirketi

Kaynak: Şirket Yönetimi

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (1/7)

Kimyasallar Grubu

Şişecam Kimyasallar Grubu; ana faaliyet alanları olan soda ve krom kimyasalları dışında cam elyafı, Vitamin K3 türevleri, elektrik üretim ve sodyum metabisülfid alanlarında faaliyet göstermektedir. Türkiye’de 4, Bulgaristan, Bosna Hersek, İtalya’da 1 tesiste üretim gerçekleştirilirken, Çin’de yer alan ofis ile ticari faaliyetlerini sürdürmektedir. Maden faaliyetlerini sürdüren şirketler (“MD”, “MT”, “ME”, “VM”) dışındaki tüm Kimyasallar Grubu şirketlerinin üretim faaliyetleri SODA çatısı altında toplanmıştır.

Soda Sanayi A.Ş. (SS)

Soda Sanayi A.Ş. (“SS” ya da “Soda Sanayii”), Türkiye’de Mersin Soda Fabrikası (“MSF”), Kojenerasyon Tesisi (“Kojen”) ve Mersin Krom Fabrikası (“MKF”) olmak üzere 3 adet tesiste faaliyet göstermektedir.

MSF’de 2019 itibarıyla 1,4m ton olan soda üretim kapasitesinin 2021 yılında 1,5m ton’a ulaşması hedeflenmektedir. 2021 yılından itibaren kapasite artışı yapılmayacağı varsayımı ile projeksiyon dönemi boyunca üretim kapasitesi sabit tutulmuştur.

MKF ise 2019 yılında 250 bin ton krom kimyasal üretim kapasitesi ve yaklaşık %80 kapasite kullanım oranı ile faaliyet göstermektedir. Projeksiyon dönemi boyunca herhangi bir kapasite artışı planlanmazken, kapasite kullanım oranının kademeli olarak %100’e ulaşacağı öngörülmektedir.

Kojenerasyon tesisi ile soda ve krom üretimi için gerekli olan enerji ihtiyacı karşılanmakta, ihtiyaç fazlası enerji ise Şişecam Enerji A.Ş. aracılığı ile piyasaya satılmaktadır. SS, bünyesindeki enerji üretim merkezinde kendi enerji ihtiyacını karşılayanın yanı sıra 2019 yılında yaklaşık 850 milyon kWh elektrik satışı gerçekleştirmiştir. Projeksiyon döneminde de ihtiyaç fazlası elektrik satışının devam edeceği öngörülmektedir. SS yönetiminden edinilen bilgi doğrultusunda, değerlendirme çalışması kapsamında Kojen tesisinde oluşan gelir ve maliyetler MSF tesisi ile birlikte analiz edilerek raporlanmıştır.

Eski Teknoloji Atıklarının Nötrolizasyonu (“ETAN”) projesi kapsamında krom üretim faaliyeti sonucu geçmiş dönemde oluşan ve tesis içerisinde biriktirilen atıkların taşınması ve imha edilmesi çalışması devam etmektedir. 2017 yılında başlayan proje kapsamında tüm atıkların 2025 yılı sonuna kadar temizlenmesi hedeflenmektedir. Bu kapsamda projeksiyon dönemi boyunca maliyet içerisinde yer alan ETAN’a yönelik katlanılan giderlerin devam eden değer hesaplamasında olmayacağı öngörülmektedir. Yeni üretimden oluşan proses atığına ilişkin maliyetler ise satışların maliyeti içerisinde ayrıca tahmin edilmektedir. ETAN maliyetlerinin sona ermesi sonucu brüt kar marjında yaklaşık 100 baz puan iyileşme olacağı öngörülmektedir.

Soda Sanayii’nin 2019 kazançları üzerinden, 2020 yılında yapmayı planladığı 245m TL tutarındaki temettü ödemesi hisse değeri düzeltilmesi olarak değerlendirilmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (2/7)

Şişecam Elyaf A.Ş. (ES)

Şişecam Elyaf A.Ş. ("ES" ya da "Şişecam Elyaf"), 2017 yılı Ocak ayında %100 Soda Sanayii iştiraki olarak kurulmuştur. Balıkesir'de yer alan cam elyaf üretim tesisi 2019 yılı başında devreye alınmıştır.

Yıllık 70 bin ton kapasite ile kurulan tesis, cam akış sürecindeki çeşitli verimlilik parametreleri ile 80 bin ton üretime kadar erişebilmektedir, bu nedenle Şişecam Elyaf yönetiminden edinilen bilgiye göre değerlendirme çalışması kapsamında tesisin kapasitesi 80 bin ton olarak dikkate alınmıştır. Şişecam Elyaf'ın yeni kurulması sebebiyle 2019 yılındaki satış ve karlılık seviyelerinin şirkete yönelik sürdürülebilir seviyenin bir göstergesi olmadığı anlaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca Şişecam Elyaf'ın optimizasyon ve iyileşme sürecinde olacağı ve 2025 yılında sürdürülebilir karlılık seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

Cam elyafı üretim tesisinin yatırım tutarı yaklaşık 890m TL olup, stratejik yatırım kapsamında değerlendirilmiş ve teşvik belgesi alınmıştır. Bu teşvik kapsamında %65 yatırıma katkı oranı ile 578,5m TL %100 kurumlar vergisinden indirilebilir teşviği bulunmaktadır. Ek olarak geçmiş dönem yatırım harcaması ve finansman giderleri sonucunda 2019 sonu itibarıyla 94,8m TL geçmiş yıl zararları bulunmaktadır. Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında kurumlar vergisi yükümlülüklerini düşürücü etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair Şişecam Elyaf yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltilmesi olarak değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Şişecam Elyaf yönetiminden sağlanan bilgiye göre stratejik teşvik belgesi kapsamında 2021 yılından itibaren 7 yıl süre boyunca %17,5 SGK prim teşviği bulunmaktadır. Devam eden değer hesaplamasında ilgili teşviğin sona ermesi sebebiyle personel giderlerinde artış olacağı öngörülmektedir.

ES'nin 2019 yılında faaliyetlerine yeni başlaması sebebiyle geleceğe dönük tahminlerindeki gerçekleşme riskinin diğer şirketlerden daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Bu konu göz önünde bulundurularak, ES'nin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %1,0 oranında ek iş risk primi hesaplama dahil edilmiştir.

Şişecam Soda Lukavac D.O.O. (SL)

Şişecam Soda Lukavac D.O.O. ("SL" ya da "Lukavac"), 2006 yılında satın alınan Bosna Hersek'teki soda üretim tesisi Lukavac Soda Fabrikası, yapılan ek yatırımlar sonrası 2019 itibarıyla 585 bin ton kapasiteye sahiptir. 2019 itibarıyla %100 kapasite kullanım oranına ulaşılması sebebiyle 2021 yılından itibaren ağır soda ürününe yönelik 40 bin ton kapasite artışı planlanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonunda SL'in 625 bin ton kapasite ile faaliyetine devam edeceği öngörülmektedir.

Lukavac'ın konumu gereği limana ulaşmak için katlanılması gereken lojistik maliyetler yüksek olduğu için deniz aşırı satışlar cazip olmamaktadır. Projeksiyon döneminde de mevcut durumun devam edeceği varsayımıyla karayolu ile satış yapılacağı öngörülmektedir. Mersin Soda fabrikası ile karşılaştırıldığında müşteriye ulaşırken katlanılacak lojistik maliyetler daha yüksek olduğu için soda ürünlerinin fabrika çıkış fiyatlarının MSF'ye göre yaklaşık %10 daha düşük olacağı öngörülmektedir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (3/7)

Cromital S.P.A. (CO) **Cromital S.P.A("CO" ya da "Cromital"):** Deri sanayisi için temel girdi olan krom kimyasalları üretmekte ve ürünlerini ağırlıklı olarak İtalya'da pazarlamaktadır. Soda Sanayii, 2005 yılında krom kimyasalları alanında faaliyet gösteren İtalyan Cromital'e %50 ortak olmuş ve 2011'de de şirketin tamamını kendi bünyesine katmıştır.

Cromital, krom kimyasallarının üretimi dışında 2019 yılına kadar sahip olduğu krom geri kazanım lisansı kapsamında krom atıklarını toplayarak ayrıştırmakta ve ortaya çıkan bikromatı tekrar kullanarak dışardan alacağı bikromat ihtiyacını azaltmaktaydı. Geri kazanım sürecinde ortaya çıkan bazı maddelerin 2019 yılında İtalya'da yapılan bir düzenlemeyle tehlikeli madde olarak sınıflandırılması sonucu atık ayrıştırma faaliyetinin durdurulduğu belirtilmiştir. Bu sebeple 2019 yılında bu düzenleme ile müşteri ve satış kaybı sonucu FAVÖK marjı %2,5 seviyelerine düşmüştür. 2019 yılında başlatılan Cromital Yeniden Yapılandırma Projesi kapsamında İtalya'daki toz krom kimyasalları üretim operasyonlarının durdurulması planlanmaktadır. İlgili üretim operasyonları; hem Cromital'in kendi tesisinde gerçekleştirdiği üretim, hem de alt üreticiye fason olarak ürettirilen toz krom kimyasallarını kapsamaktadır. 2020 yılından itibaren üretim faaliyetleri durdurularak yalnızca çözeltirme operasyonlarının yürütülmesi hedeflenmiştir. Bu durumda, MKF'den alınacak toz krom kimyasallarının çözündürülerek satılması ve bunun yanında MSF ve Oxyvit'ten alınacak bazı ürünlerin ticari olarak satılması planlanmaktadır.

Proje ile özellikle sabit maliyetlerde düşüş elde edilmesi hedeflenmiştir. Ayrıca, üretim operasyonları durdurulacağı için personel optimizasyonu yapılacaktır. Bu kapsamda projeksiyon dönemi boyunca Cromital'in %18-19 brüt kar marjı ve %8 FAVÖK marjı ile faaliyet göstereceği öngörülmektedir. Bunun yanında değişen faaliyet şekli sebebiyle; üretim yapan bir fabrika yerine toz krom kimyasallarının alınıp likit hale getirilmesi faaliyetini sürdüren bir atölye haline geleceği için CO'nun projeksiyon döneminde yüksek bir yatırım harcaması yapmayacağı öngörülmektedir.

CO'nun 2020 yılında yeni bir faaliyete başlamasına ek olarak mevcut belirsizlik ortamı sebebiyle, geleceğe dönük tahminlerindeki gerçekleşme riskinin diğer şirketlerden daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Bu konu göz önünde bulundurularak, CO'nun ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %5,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Oxyvit Kimya Sanayii ve Tic. A.Ş. (OX) **Oxyvit Kimya Sanayii ve Tic. A.Ş. ("OX" ya da "Oxyvit"):** 1996 yılında kurulan şirketin faaliyet alanı, Vitamin K3, sodyum metabisülfid (SMBS) ve bunların türevlerinin üretimi ve pazarlamasıdır. Sektördeki önemli üreticilerden biri olan ve dünya kapasitesi içinde önemli bir yere sahip olan Oxyvit, Vitamin K3 üretiminin %90'dan fazlasını ihraç etmektedir.

Oxyvit yönetiminden alınan bilgiye göre global pazarın diğer ürünlere kıyasla dar olması sebebiyle rakip şirketlerdeki gelişmeler veya sektörde yaşanan gelişmeler neticesinde birim fiyatların çok değişken olduğu anlaşılmaktadır. Temel ürünü olan Vitamin K faaliyetlerinde global rakip olan Brother şirketinin elindeki stokları eritmeye çalışması sebebiyle 2019'da düşen fiyatlardaki aşağı yönlü trendin 2020'de de devam edeceği öngörülmektedir. SMBS ürününde ise ana girdisi olduğu madencilik sektöründe beklenen daralma sebebiyle 2020'de fiyatlarda düşüş yaşanacağı öngörülmektedir.

Oxyvit yönetiminden alınan bilgiye göre, yürütülmekte olan ETAN projesinin tamamlanması sonrası atıklardan boşalan alana Oxyvit'in taşınması ve operasyonel giderlerde bir düşüş sağlanması ihtimali bulunmaktadır. Ancak ETAN projesinin 2025'te tamamlanacak olması ve taşınmaya yönelik net bir plan bulunmaması sebebiyle çalışmada dikkate alınmamıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (4/7)

Solvay Şişecam Holding A.G. (SH)

Solvay Şişecam Holding A.G. ("SH" ya da "Solvay Holding"): Merkezi Avusturya'da olan Solvay Holding, Bulgaristan'da bulunan Solvay Sodi AD'ye iştirak etmek üzere 1997 yılında kurulmuş bir sermaye şirkettir. Şirketteki dolaylı ortaklık payı %25, Solvay Grubu'nun payı ise %75'tir. Şirket bünyesinde yapılan offtake (mal alım) anlaşması kapsamında Solvay Sodi AD'nin ürettiği yıllık 1,5m ton soda hacminin 375bin tonu Soda Sanayii ve Şişecam Bulgaria üzerinden satılmaktadır.

Solvay Holding, Soda Sanayii'nin konsolide UFRS mali tablolarında özkaynak yöntemine göre muhasebeleştirilmektedir. Soda Sanayii'nin şirket üzerinde yönetsel bir kontrolü yoktur. Soda Sanayii, 2017-2019 yıllarında Solvay Holding'ten yıllık yaklaşık 15-20m EUR temettü geliri elde etmiştir. 2020 yılında transfer fiyatlandırması politikasındaki değişiklik ile birlikte üretim firmasında (Solvay Sodi AD) kalan kârın düşeceği tahmin edilmektedir. Bu kapsamda Solvay Sodi AD'nin Şişecam Bulgaria'ya daha düşük fiyatla satış yapması planlanmaktadır. Solvay Sodi AD'de düşen karın Şişecam Bulgaria üzerinden topluluk içine satış yapılan firmalarda kazanılması beklenmektedir.

Geleceğe dönük dağıtılabilecek temettü tutarlarına ilişkin SODA yönetiminden alınan bilgiye göre yıllık temettü tutarının 13m EUR seviyesinde sabit kalacağı öngörülmektedir. Değerleme çalışması kapsamında Solvay Holding için Gelir Yaklaşımı yöntemi altında geleceğe yönelik elde edilmesi beklenen temettü tutarları indirgenerek tahmin edilmiş hisse değeri, SODA değerleme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Soda Sanayii'nin Solvay Holding üzerinde yönetsel bir kontrolünün olmaması, detaylı iş planının sağlanamaması ve gelecek yıllarda oluşabilecek temettü tutarlarındaki belirsizlik dikkate alınarak, SH için yapılan değerleme çalışmasında ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %3,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Şişecam Bulgaria EOOD (BL)

Şişecam Bulgaria EOOD ("BL" ya da "Şişecam Bulgaria"): Bulgaristan'da soda ürünleri ticareti yapmaktadır. Solvay Sodi'den aldığı yıllık yaklaşık 250 bin ton soda ürünlerinin büyük bir kısmını topluluk düzcama fabrikalarına soda hammaddesi olarak sağlamaktadır. Transfer fiyatlandırması kapsamında projeksiyon dönemi boyunca FVÖK marjının %3,2 oranında sabit kalacağı öngörülmektedir. Şişecam Bulgaria'nın ticaret şirketi olması sebebiyle, satış ve karlılığının büyük oranda Solvay Sodi'nin üretim hacmine bağlı olması ve kendi üretimi olmaması sebebiyle BL için yapılan değerleme çalışmasında ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %3,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Şişecam Trading CO (ST)

Şişecam Trading CO ("ST" ya da "Şişecam Trading"): 2000 yılında temsilci ofisi olarak kurulan ve 2002 yılında şirketleşen Şişecam Trading Co., krom faaliyet alanında Uzak Doğu pazarlarındaki etkinliği artırmak amacıyla faaliyetlerini sürdürmektedir. Soda Sanayii'den bazık krom sülfat (BCS) satın alınıp Asya'daki deri tabakhanelerine satış yapılmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca ilgili faaliyetlere devam edileceği ve FAVÖK marjının yaklaşık %19 seviyesinde sabit kalacağı öngörülmektedir.

ST, finansal tablolar açısından önemlilik teşkil etmemesi nedeniyle daha önce konsolide finansal tablolarda maliyet değeriyle muhasebeleştirilirken, 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren tam konsolidasyon yöntemiyle muhasebeleştirilmektedir. ST'nin ticaret şirketi olması sebebiyle, satış ve karlılığının büyük oranda Soda Sanayii'ye bağlı olması ve kendi üretimi olmaması sebebiyle ST için yapılan değerleme çalışmasında ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %5,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (5/7)

Pacific Soda LLC (UP)

- Doğal Soda Küllü Yatırımı

Sisecam Chemicals USA Inc. ile Ciner Resources LP ("Ciner Grubu") şirketlerinden Imperial Natural Resources Trona Mining Inc. şirketi arasında doğal soda yatırımı yapmak üzere 2019 yılında eşit hissedarlık yapısına sahip bir üretim ortaklığı (Pacific Soda LLC) kurulmuştur.

İş Geliştirme Bedeli: Ortak Girişim ve İşletim Sözleşmesi, Soda Sanayii ile Imperial Natural Resources Trona Mining Inc. arasında 3 Haziran 2019 tarihinde imzalanmıştır. Aynı tarihte Soda Sanayii ile Park Holding A.Ş. arasında bir İş Geliştirme Sözleşmesi imzalanmıştır. Bu kapsamda Soda Sanayii A.Ş., Park Holding A.Ş.'ye 75m \$ (+KDV) tutarında fatura karşılığı iş geliştirme bedeli ödemedi bulunmuştur. İlgili bedel 31.12.2019 itibarıyla SODA konsolide denetlenmiş finansal tablolarında maddi duran varlık olarak sınıflanmıştır. Ortaklık sözleşmesi uyarınca gerekli izin ve lisanslar sözleşme tarihinden itibaren beş yıl boyunca alınmaz ise, Ciner Grubu almış olduğu 75m \$ tutarındaki iş geliştirme ücretini Soda Sanayii'ye geri ödeyecektir. Sözleşmede yer alan bazı ön şartların tamamlanmasını takiben 21 Haziran 2019 tarihinde Sözleşme bütün hükümleri ile yürürlüğe girmiş ve Sözleşme Soda Sanayii tarafından %100 iştiraki olan Şişecam Chemicals US Inc'e devredilmiştir.

Gerekli İzinler: Yatırıma başlamak için birtakım izin ve lisansların alınması gerekmektedir. İlk 2 yıl gerekli izinlerin ve testlerin tamamlanmasını takiben 4,5 yıl inşaat olmak üzere toplamda 6,5 yıl yatırım dönemi öngörülmektedir. 2020'de başlanması planlanan yatırımın 2026 yılı başında devreye alınması hedeflenmektedir. 2022 yılının ilk yarısına kadar alınması gerekli izinlerin tamamlanmasında yaşanacak beklenmedik bir durum proje zamanlaması ve değerlendirme çalışmasında dikkate alınan projenin net bugünkü değeri üzerinde değişikliğe neden olabilecektir. Ortaklık sözleşmesi uyarınca; bu izin ve lisanslar sözleşme tarihinden itibaren beş yıl boyunca alınmaz ise, Ciner almış olduğu 75m \$ tutarındaki iş geliştirme ücretini Soda Sanayii'ye geri ödeyecektir.

Kapasite ve Devreye Alış: Yatırım kapsamında toplam 2,5m ton soda ve 200 bin ton sodyum bikarbonat üretim kapasitesinin eşit kapasiteli 5 hattan oluşacağı anlaşılmaktadır. İlk hattın 2026'da devreye gireceği ve kapasite kullanım oranını %28 seviyesinde olacağı, diğer hatların da kademeli olarak devreye alınması ile 2029 yılında %100 kapasiteye ulaşacağı öngörülmektedir.

Rezerv Ömrü: Daha önce yapılan fizibilite çalışmaları ve SODA yönetimi ile yapılan görüşmelerde potansiyel rezerv ömrünün 60 yılın üzerinde olabileceği belirtilmiştir. Değerleme çalışmasında ihtiyatlı yaklaşım ile yıllık 2,5m ton soda 200 bin ton sodyum bikarbonat üretim planlaması ile maden rezerv ömrünün 2026 yılından itibaren 60 yıl süreceği varsayılmıştır. Bunun sonucunda değerlendirme çalışması kapsamında 2085 senesine kadar tahminde bulunulmuş ve devam eden değer dikkate alınmamıştır.

Trona yoğunluğu: Kurulacak tesisin bulunduğu coğrafyadan çıkacak trona madeninin konsantrasyon seviyesi proje için önemlidir. Trona madeninin konsantrasyonuna dair teknik çalışmalar Eylül/Ekim 2020 döneminde yapıp sonuçlanacaktır. Çıkacak sonuçların trona madeni konsantrasyonu için optimum seviye olan %16 seviyesinden düşük olması durumunda projenin karlılığının göreceli olarak düşük gerçekleşmesi beklenmektedir. Aksine %16 seviyesinden yüksekte çıkacak bir konsantrasyon sonucunun ise proje karlılığını önemli ölçüde artıracığı beklenmektedir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (6/7)

Pacific Soda LLC (UP) (Devamı)

- Doğal Soda Külü Yatırımı

Maden Çıkarma Teknolojisi: SODA yönetiminden alınan bilgiye göre Amerika'da kullanılacak maden çıkarma teknolojisi SODA'nın daha önce uygulamadığı bir teknik olmasına rağmen, Ciner Grubu'nun Kazan'daki tesisinde halihazırda uygulanan ve tecrübe edilmiş bir teknoloji olacaktır. Öte yandan madenin özellikleri bakımından da Ciner Grubu'nun Beypazarı tesisindeki madenine benzerliği ile, doğal soda külü yatırımında maden yapısı ve kullanılan teknoloji anlamında karma bir yapı hedeflenmektedir.

Karlılık: Yatırıma yönelik oluşturulan iş planında satış fiyatları belirlenirken önce fabrika çıkış fiyatları tahmin edilip üzerine iç nakliye ve ambalaj giderleri yansıtılarak hesaplamalar yapılmıştır. İlgili nakliye ve paketlenme giderleri faaliyet giderleri içerisinde yer aldığı ve FAVÖK seviyesinde netlendiği için brüt kâr marjı yüksek gözükmemektedir. Bu nedenle, yatırımın karlılığına yönelik brüt kar marjı yerine FAVÖK marjı daha anlamlı bir gösterge niteliğindedir. SODA yönetimi beklentileri ve piyasadaki karşılaştırılabilir şirketlerdeki gerçekleşen karlılık seviyeleri ile uyumlu olarak, FAVÖK marjının tam kapasiteye ulaşılmasının ardından projeksiyon dönemi boyunca yaklaşık %50 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Yatırım Harcaması: Yatırım harcamasına yönelik herhangi bir teknik danışman raporu olmaması sebebiyle SODA yönetimi tarafından sağlanan veriler dikkate alınmıştır. Yatırım harcaması içinde yer alan bazı maliyetler için, Ciner Grubu ile yakın lokasyonda yer alan başka bir projesinde kullanılmak üzere ortak alımlar yapılacağı ve bu sayede bazı harcamalarda tasarruf sağlanacağı belirtilmiştir. SODA yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre Amerika'da yapılacak yatırım harcamalarında KDV uygulanmayacağı varsayımıyla KDV dikkate alınmamıştır.

Fabrikanın yeni inşa edilecek olması ve operasyonel giderler arasında bakım onarım giderlerinin de ciddi seviyede tahmin ediliyor olması nedeniyle ek bir idame yatırımı dikkate alınmamıştır.

Vergi: SODA yönetimi tarafından edindiğimiz bilgilere göre kurumlar vergisi açısından üretim ortak girişimi olan Pacific Soda LLC nezdinde bir kurumlar vergisi doğmayacağını fakat Pacific Soda LLC üzerinde ortaklığı bulunan holding şirketlerinin elde edeceği gelir üzerinden kurumlar vergisi ödeneceği anlaşılmaktadır.

Kurumlar vergisi ödenmesi gereken ilk yıl olarak öngördüğümüz 2026 senesine kadar bu yapıda oluşabilecek değişiklikleri ve belirsizlikleri dikkate aldığımızda oluşacak kurumlar vergisini holding şirketleri yerine üretim şirketi olan Pacific Soda LLC üzerinden ödeneceği varsayımı uygun görülmüştür. Bu kapsamda oluşan faaliyet karı üzerinde %21 oranında kurumlar vergisi hesaplanmıştır.

İskonto Oranı: SODA yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre, yatırımın ne şekilde finanse edileceğinin henüz belirlenmediği ve herhangi bir kredi kuruluşu ile görüşme yapılmadığı anlaşılmaktadır. Finansmana yönelik görüşmelerin maden izni alınmasının ardından başlayabileceği belirtilmiştir. Bu nedenle, iskonto oranı hesaplamasında borç maliyeti için SODA yönetimi tarafından sağlanan varsayımlar kullanılmıştır. Yatırıma yönelik 15 yıl vadeli bir kredi kullanılacağı varsayımı ile borç priminin 2020-2035 yıllarında %3, 2035 sonrası ise kredi bitiminde Şişecam Grubu ile aynı oran (%0,5) olacağı varsayılmıştır.

Yatırımın henüz başlamamış olması ve ilk gelirin 2026 yılında elde edilecek olmasının yanında, yatırıma ilişkin izin süreci ve operasyonel anlamdaki belirsizlikler de dikkate alınarak, Pacific Soda için yapılan değerleme çalışmasında ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %5,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

SODA (7/7)

Holding Şirketleri

Holding şirketleri olan **Şişecam Chem Investment B.V.** ve **Sisecam Chemicals USA Inc.** Soda Sanayii tarafından yurt dışında finansman ve yatırım faaliyetleri gerçekleştirmeleri amacıyla kurulmuştur. Şirketlerin herhangi bir faaliyetleri bulunmamaktadır. İlgili şirketler, gelir yaratıcı faaliyetlerinin olmaması nedeniyle, çalışma kapsamında sadece Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı'na göre yapılan değerleme çalışmalarında şirketlerin 31 Aralık 2019 tarihi itibarıyla SPK'ya sunulmak üzere bağımsız denetim çalışmaları sonrası hazırlanmış ve TMS/TFRS'ye uygun mali tablolarındaki varlık (iştirak paylarından arındırılmış) ve yükümlülüklerin net değeri dikkate alınmıştır.

COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

Türkiye'de ve Kimyasallar Grubu'nun faaliyetlerinin bulunduğu diğer ülkelerde özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren etkisini göstermeye başlamış COVID-19 salgınının, Kimyasallar Grubu faaliyetleri üzerindeki etkisini anlamak amacıyla SODA yönetimiyle ayrı bir toplantı yapılmış ve tarafımıza sağlanan beklenti ve iş planları bu bakış açısıyla bir kez daha incelenmiştir.

SODA yönetimi ile yapılan görüşmeler sonrasında, COVID-19 etkisiyle, girdi sağladığı sektörlerde (düzcam, cam ambalaj, deri, otomotiv ve inşaat) azalan talep ve tedarik zincirlerinde yaşanan sorunlar sebebiyle özellikle projeksiyon döneminin ilk yıllarında olumsuz etkileneceği anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, Soda ürünlerinde 2020 yılında Ocak-Mart aylarında gerçekleşen 3 aylık ortalama birim fiyatlar da dikkate alınarak 2020 fiyatlarına ortalama etki yansıtılmıştır. 2020 yılında yaşanan hacim ve fiyat düşüşünün kademeli olarak 2-3 yıl içerisinde eski seviyelerine geri geleceği öngörülmektedir. Krom ürünlerinde ise sektör dinamikleri sebebiyle düşme trendinde olan ortalama fiyatların COVID-19 etkisiyle daha yüksek olacağı öngörülmektedir.

2020 yılında, 2019 yılına kıyasla, konsolide FAVÖK tutarında yaklaşık %20 oranında bir düşüş öngörüldüğü anlaşılmaktadır. 2021 yılında toparlanmanın devam edeceği, 2022 yılı ve sonrasında ise COVID-19 öncesinde beklenen satış ve karlılık seviyelerinin tekrar yakalanacağı tahmin edilmektedir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan şirket bazlı projeksiyonlarda bu etki dikkate alınmıştır.

Vergi Varlığı

Kimyasallar Grubu içerisindeki şirketlerin farklı sebeplerden dolayı ortaya çıkmış ya da hak etmiş oldukları ve iş planı dönemleri boyunca kurumlar vergisi yükümlülüklerini sınırlandırabileceği anlaşılan vergi varlıkları bulunduğu anlaşılmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirketler bazında vergi varlıkları ile ilgili bilgiler sunulmaktadır:

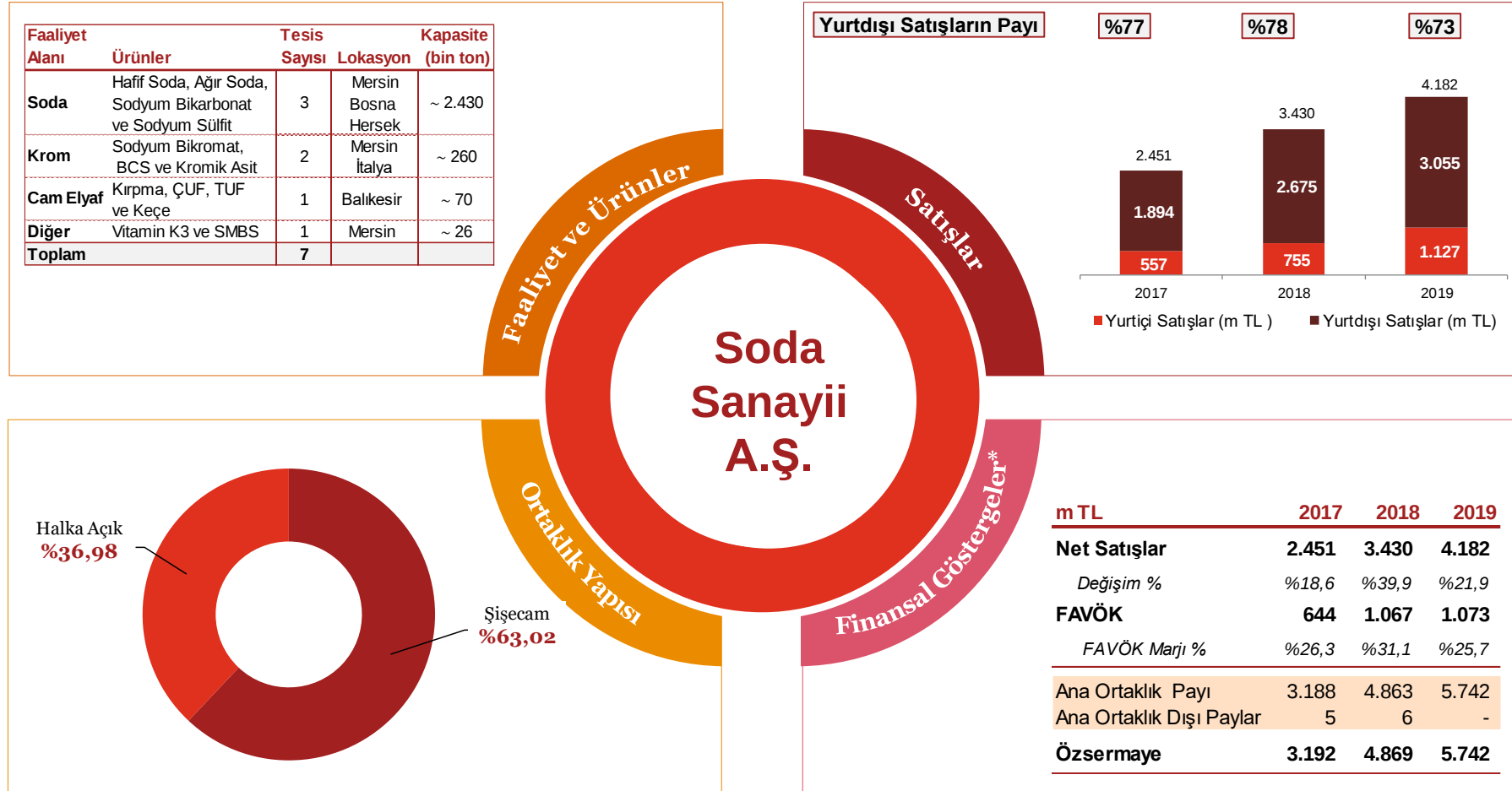
	Para Birimi	Geçmiş Yıl Mali Zararı (m)	Yatırım Teşvikleri (m)
SS	TL	m.d.	1
ES	TL	95	579

Şirketler için yapılan değerleme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair SODA yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltilmesi olarak değerlendirilmiştir.

SODA

Genel Bilgiler

SODA'nın %63,02'si SISE sahipliğinde, %36,98'lik kısmı ise halka açıktır. 2,4m ton soda, 260 bin ton krom, 70bin ton elyaf üretim kapasitesine sahiptir. 2017-2019 arasında konsolide satışlarının %76'sını yurt dışına gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde FAVÖK marjı %25-30 aralığında gerçekleşmiştir.



* Geçmiş Finansal Göstergeler için TMS/IFRS finansallar baz alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi