

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 “SISE”) 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. (DENCAM) 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'nin 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 değerlendirme 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 değerlendirme 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 yükümlülüklerle 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. Hesaplamanın 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 takdirde 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 değerlendirme 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 değerlendirme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. *Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerlendirme 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 değerlendirme, 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 değerlendirme ve finansal modelleme hizmetleri üzerine uzmanlaşmıştır. Engin, *PwC İngiltere değerlendirme ekibinde de 1 yıldan fazla çalışmış olup, değerlendirme ve finansal modelleme ile ilgili hizmetler alanında 10 yıldan fazla deneyime sahiptir.*

Eray Kundereli (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 değerlendirme (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 değerlendirme, 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 değerlendirme (finansal raporlama ve vergisel amaçlı) alanlarında uzmanlaşmıştır. *Ahsen'in değerlendirme 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 değerlendirilmesinde dikkate alınmıştır.

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 bilgilerimiz 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 sınırdaki 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 Düzcam, 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 Krecnjaka 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
Pasabahçe 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
Pasabahçe Srl	PI
Pasabahçe (Shangai) Trading Co. Ltd.	PT
Pasabahçe Spain SL	SP
Pasabahçe Glass GmbH	PG
Pasabahçe USA Inc.	PA
Pasabahçe 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
Pasific Soda LLC	UP
Solvay Sisecam Holding AG	SH

Kaynak: Şişecam Yönetimi

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (3/6)

Geçmiş Dönem Mali Tablolarında Yapılan Düzeltmeler

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.

m TL		Raporlanan Düzeltilmiş		Fark	Farkların Ana Nedenleri
		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 ulaşılrken 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 buldukları 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 değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme 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.

Holdings 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		TRKCM		ANACM		SODA	
Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Adı	Şirket Kodu	Şirket Adı	Şirket Kodu
Saint Gobain Glass Egypt S.A.E	EF	Saint Gobain Glass Egypt S.A.E	EF	Camış Elektrik Üretim A.Ş.*	EU	Pacific Soda LLC	UP
Rudnik Krecnjaka Vijenac D.O.O.	VM	Camış Elektrik Üretim A.Ş.*	EU			Solvay Şişecam Holding AG	SH
Pacific Soda LLC	UP	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.*	CY				
Solvay Şişecam Holding AG	SH						

Kaynak: Şişecam Yönetimi

(*) SISE düzeyinde %100 konsolide olan şirketler

Çalışma Özeti

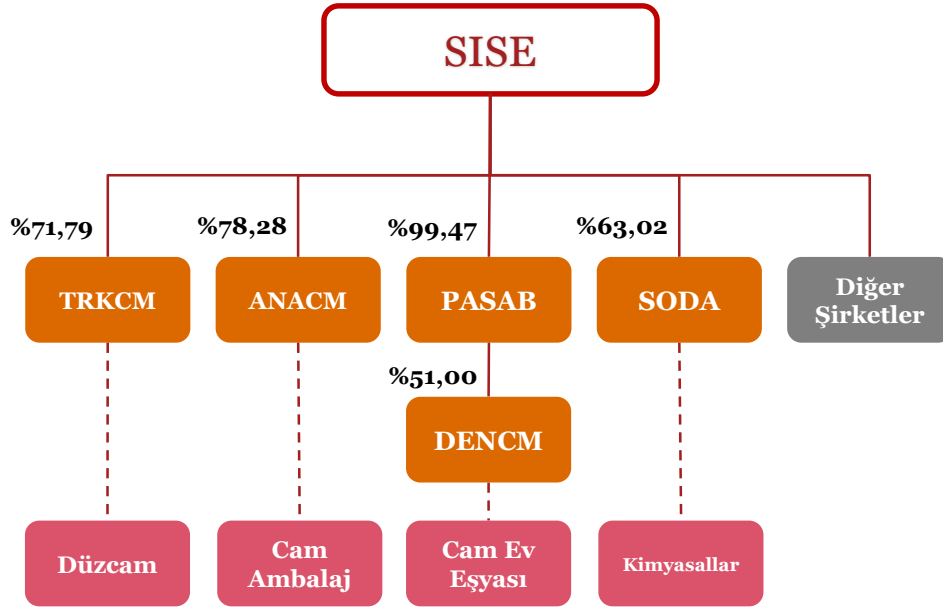
Çalışmanın Amacı

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.

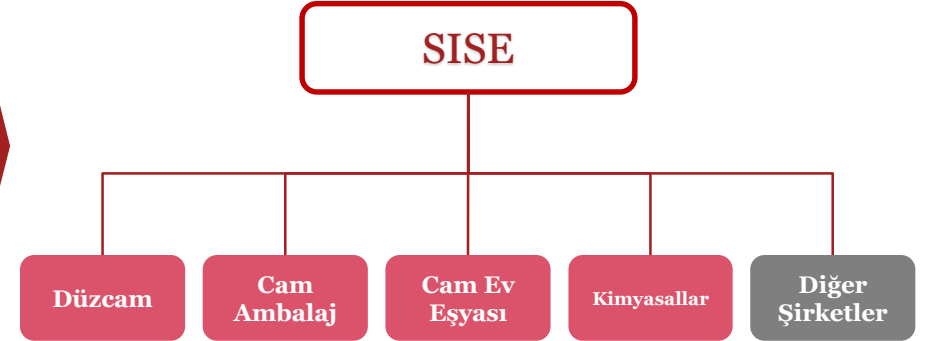
SISE Ortaklık Yapısı	Pay
Türkiye İş Bankası	%69,05
Efes Holding A.Ş.	%8,23
Diğer (Halka Açık)	%22,72

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.**

m TL	Devralan SISE		Devrolan TRKCM		Devrolan ANACM		Devrolan PASAB		Devrolan DENCM		Devrolan SODA	
	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	<ul style="list-style-type: none"> Birleşecek Şirketler'in nakit yaratma potansiyellerine ilişkin beklentileri daha iyi yansıtıyor 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	



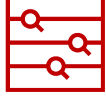

Birleşme Oranları

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)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabilecek 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)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabilecek 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)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabilecek 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)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabilecek 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)	$\frac{A2}{A2 + B2 + C2 + D2 + E2 + F2}$	$\frac{18.093}{24.640} = \%73,42795$
Ulaşılabilecek 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

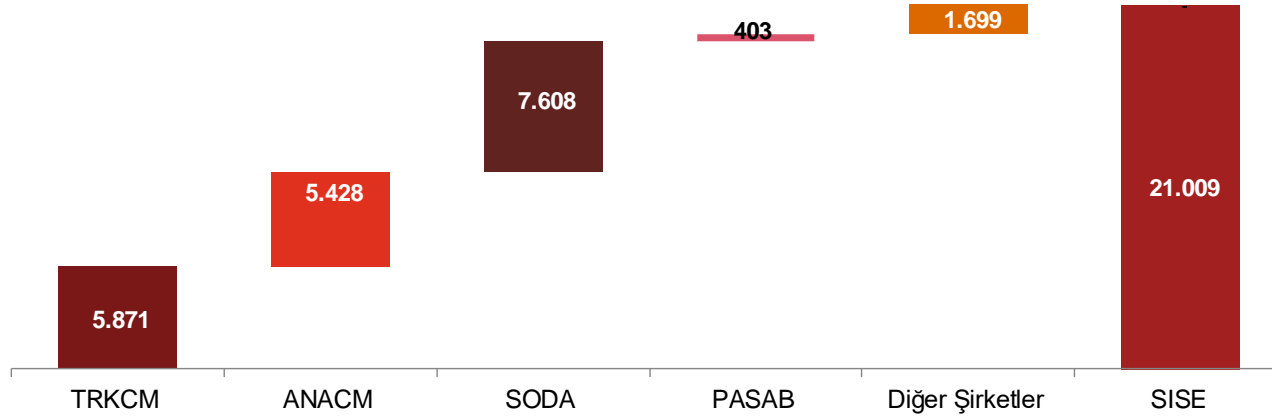
(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

SISE

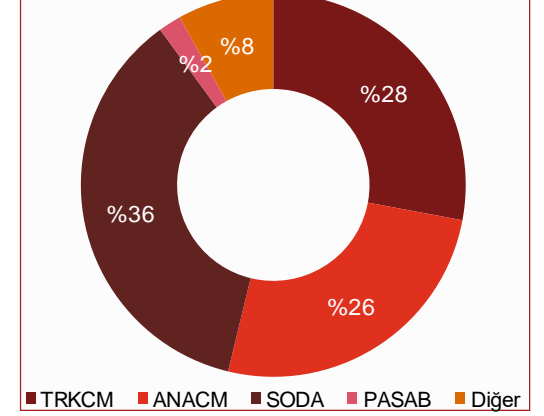
Gelir Yaklaşımı

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



m TL	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												CE,CY, HG*	Toplam
	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME			
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

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

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

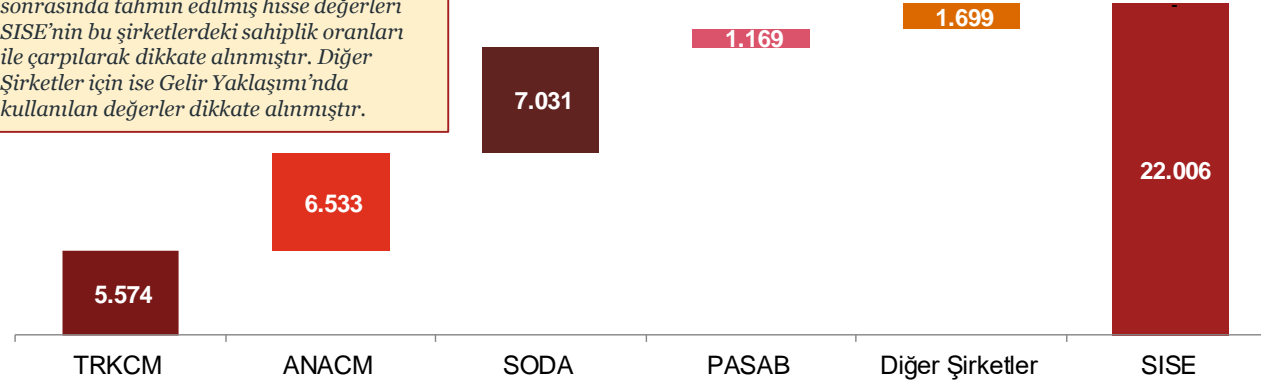
SISE

Piyasa Yaklaşımı

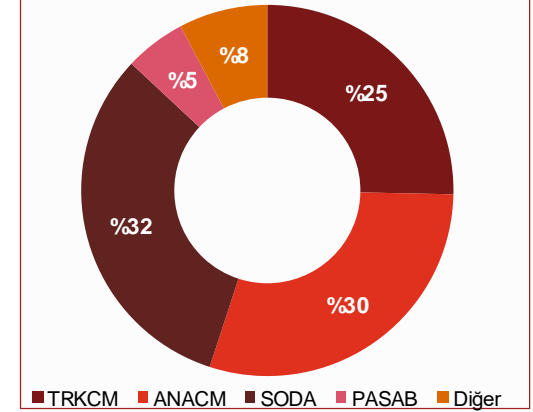
Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **22,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

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



m TL	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												CE, CY, HG*		Toplam
	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME	CE, CY	HG*		
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	-	-	-	
ANACMB 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

**Hesaplamamızın detayları için lütfen 153, 154 ve 155. 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

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)



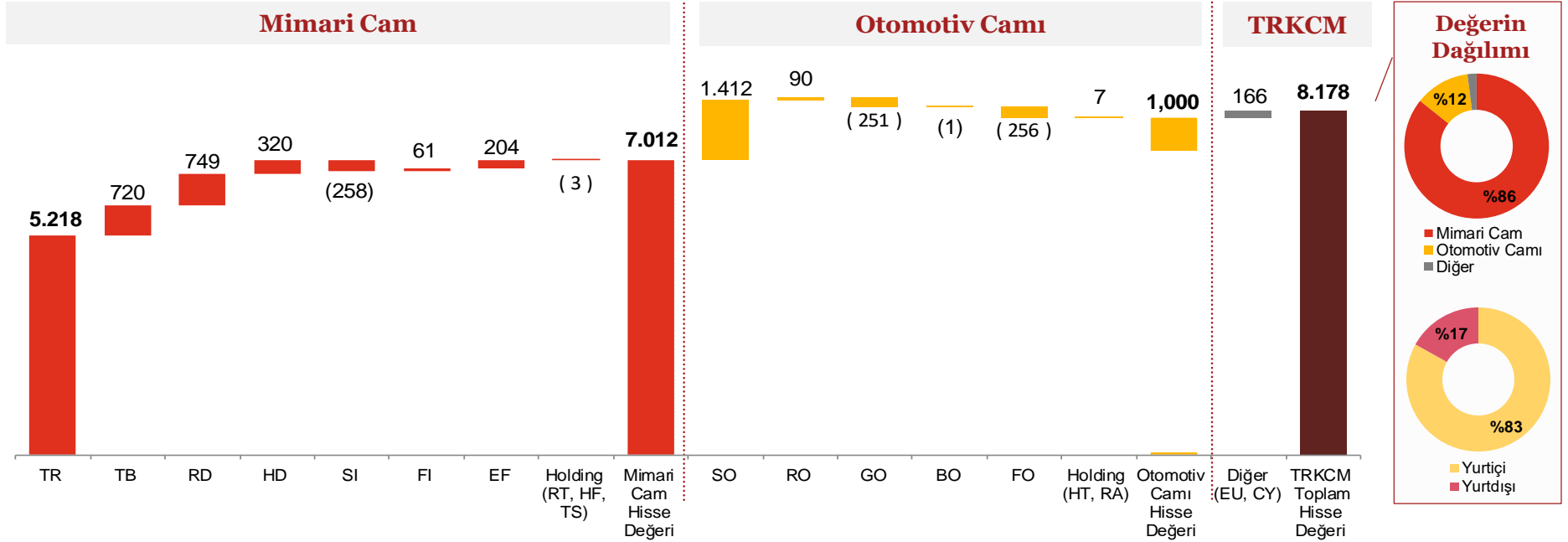
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

TRKCM

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme 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

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:

Çayırova 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. Çayırova Cam Sanayii A.Ş. özelinde Net Varlık Yaklaşımı kapsamında yapılan düzeltmeler, hesaplamaya dahil edilmiştir.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

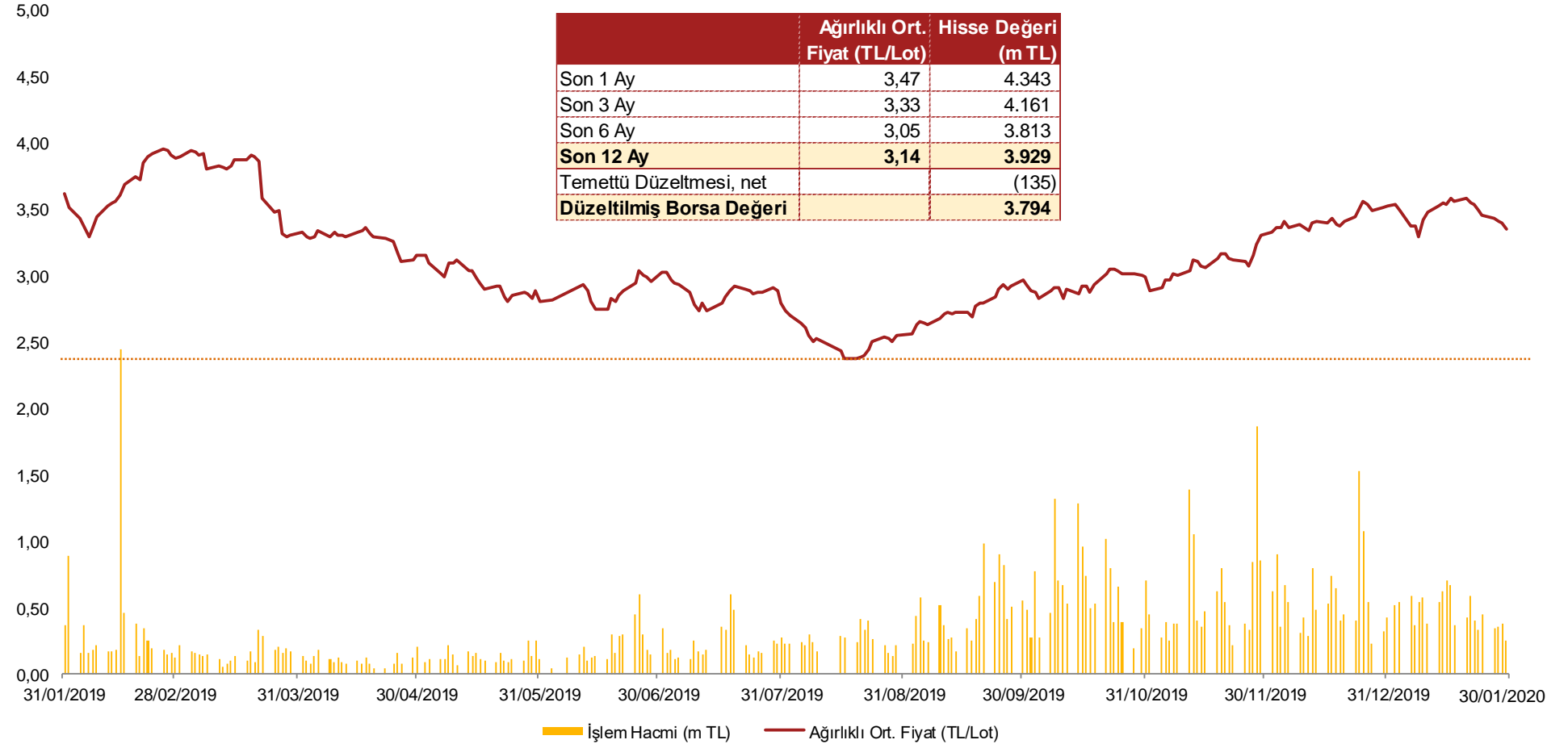
TRKCM

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)



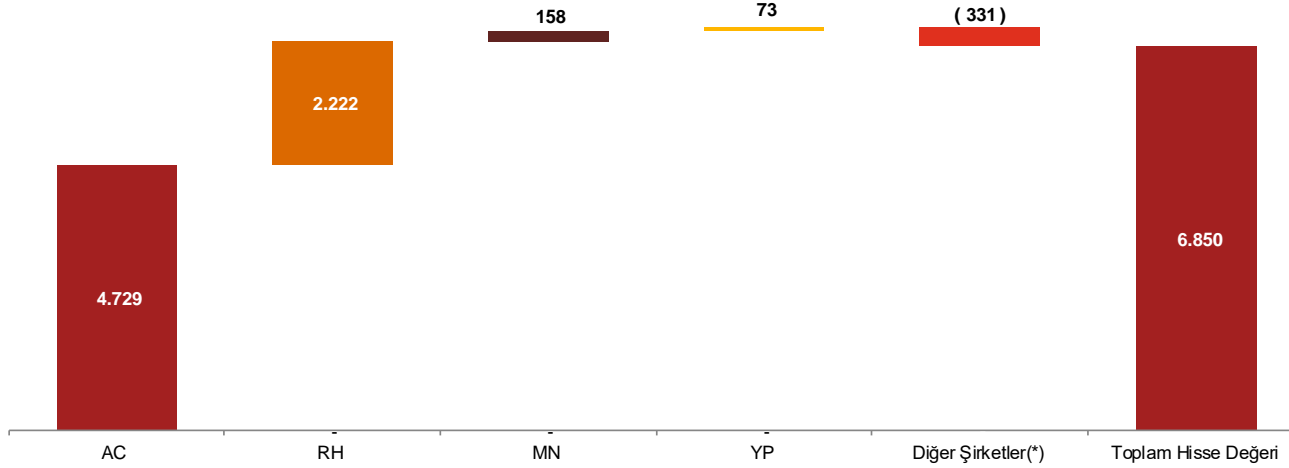
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

ANACM

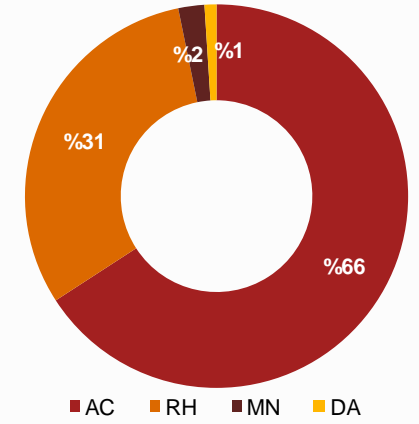
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme 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)
Risikten 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 dağıtılabilecek temettü tutarını ifade eder. İlgili tutar, net varlık değeri üzerindeki etkisi dikkate alınarak çalışmaya dahil edilmiştir.

ANACM

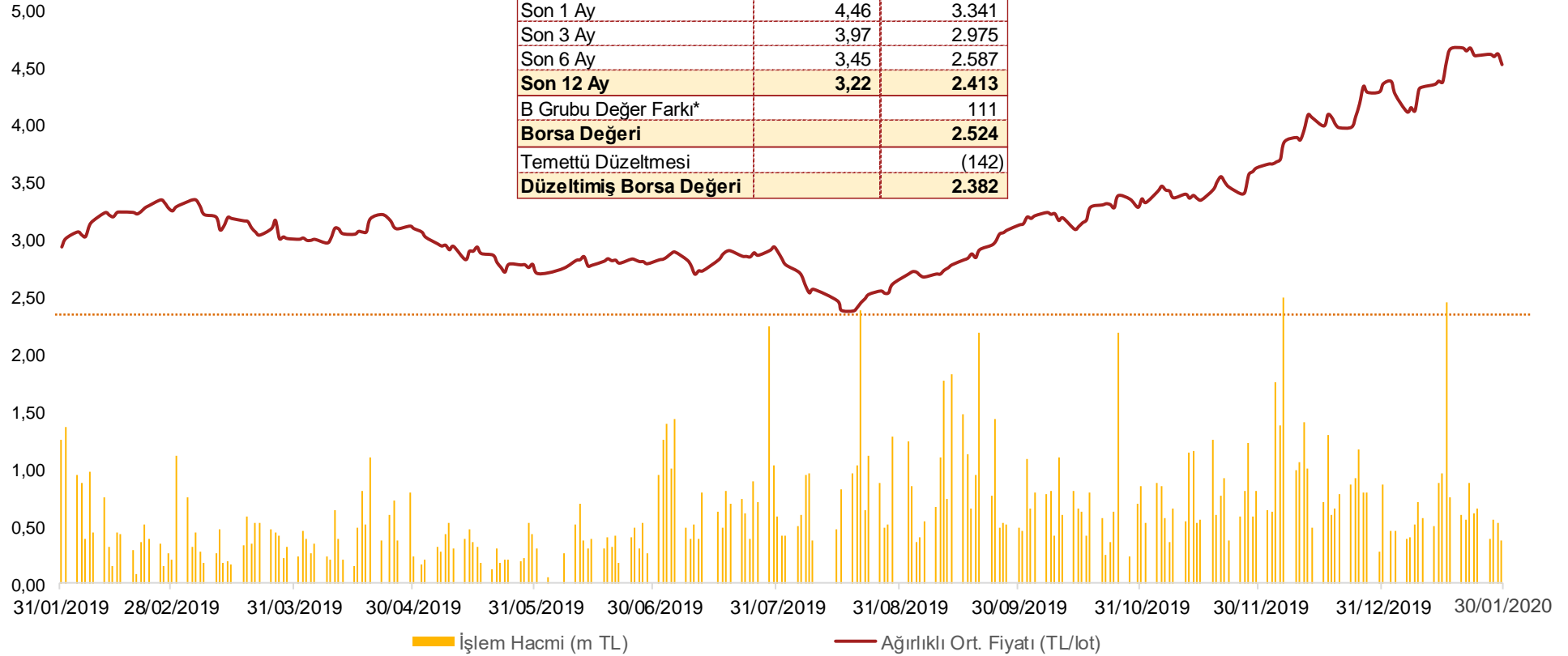
Borsa Değeri

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 hesaplamaya dahil edilmiştir. İlgili hesaplamaların detayları raporun 153, 154 ve 155. sayfalarda sunulmuştur.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

PASAB

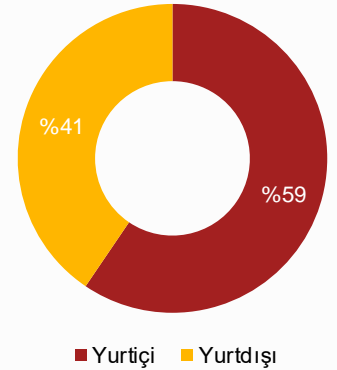
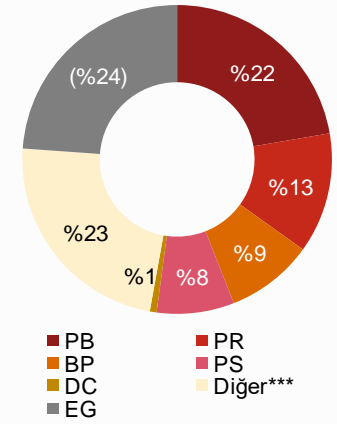
Gelir Yaklaşımı

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

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



*** 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.

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

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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		İskonto Oranı
	ŞD / FAVÖK (x)		ŞD / FAVÖK (x)		
	FY15-FY19 Ortalama		FY15-FY19 Ortalama		
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

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.

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

DENCM

Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme 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 Marj(%)	%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 Marj(%)	%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 Marj(%)	%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
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	44
<i>Risken Korunma Kazançları (Kayıpları)</i>	(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

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

	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.

İşlem Hacmi (m TL) Ağırlıklı Ort. Fiyatı

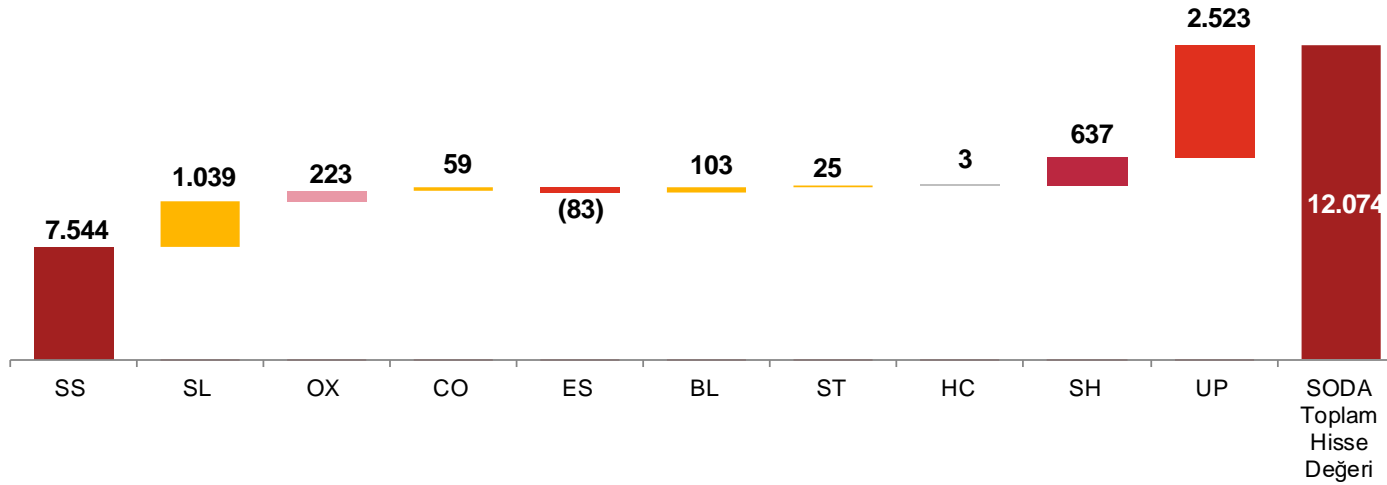
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

SODA

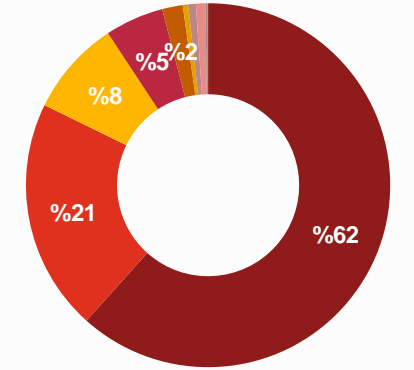
Gelir Yaklaşımı

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

Toplam Hisse Değerleri (m TL)

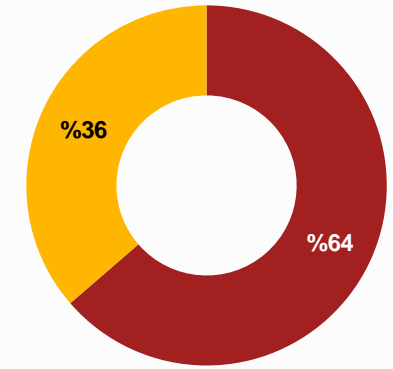


Değerin Dağılımı



■ SS ■ UP ■ SL ■ SH ■ OX
■ CO ■ ES ■ BL ■ ST ■ HC

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
<i>Efektif Hisse Oranı</i>	%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



■ Yurtiçi ■ Yurtdışı

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
Risken 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.

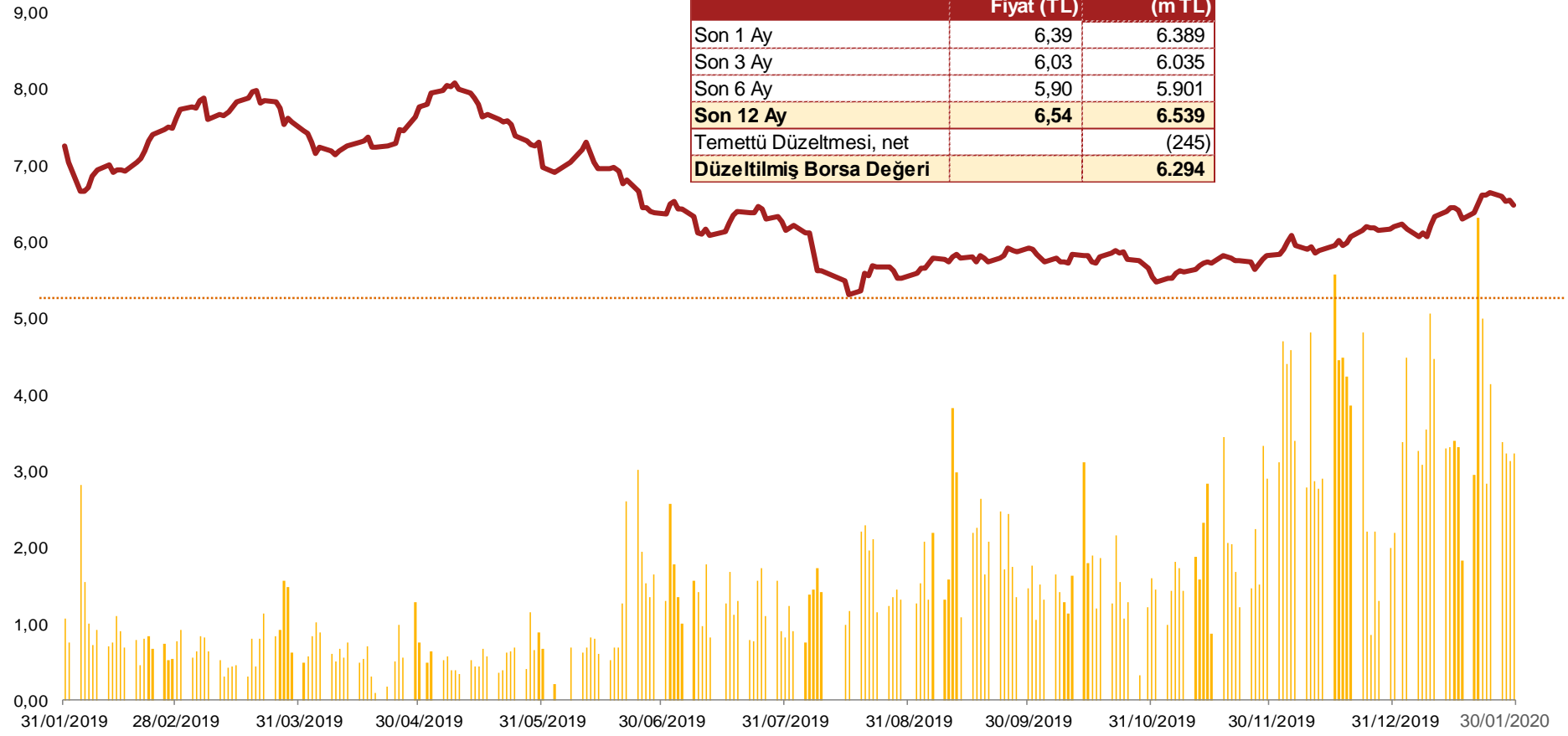
SODA

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)



Kaynak: Capital IQ, KAP, PwC Analizi

Birleşecek Şirketler ve Değerleme Analizi

SISE

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 buldukları 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 düzeltilmesi olabilecek bir vergi varlığı olarak dikkate alınmıştır. Şişecam Holding için Gelir Yaklaşımı'na göre yapılan değerlendirilmesinde 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 değerlendirilmesine, 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 değerlendirme çalışması kapsamında kurumlar vergisi yükümlülüklerini düşürücü etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabilmesine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirme 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 değerlendirme 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 sağladığı 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 kullanılabilmesine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Diğer Şirketler

(2/4)

Çayirova Cam Sanayii A.Ş. (CY)

Üretim faaliyeti bulunmaması ve tek önemli varlığının yatırım amaçlı gayrimenkullerden oluşması nedeniyle, Uzman Kuruluş Raporu kapsamında Çayirova Cam Sanayii A.Ş. ("CY" ya da "Çayirova Cam Sanayii") için sadece Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır. Net Varlık Yaklaşımı'na göre değerlendirme çalışması gerçekleştirilen CY için yapılan değer düzeltmeleri kapsamında, %39,7 oranında iştiraki olması sebebiyle CE'nin değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme, 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 değerlendirme 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 değerlendirme çalışmasında değerlendirme 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 değerlendirme 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 değerlendirme 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.

Camiş Madencilik A.Ş. (MD)

Camiş Madencilik A.Ş. ("MD" ya da "Camiş Madencilik") Şişecam Topluluğu düzcam, 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, Camiş 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 öngörülmesi 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.

Camiş Egypt Mining Ltd. Co. (ME)

Camiş Egypt Mining Ltd. Co. ("ME" ya da "Camiş Egypt") cam ambalaj ve düzcam şirketlerine yönelik hammadde sağlamakla iken Camiş Madencilik altında yer alan Yalıköy tesisindeki kapasite artışı sonrası satışların bir miktar kısıtlanması ve üretimin Yalıköy tesisine kayması beklenmektedir. Bu nedenle 2022 sonrası yalnızca düzcam 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)	<p>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 m²'den 65m m²'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.</p> <p>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.</p>

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.

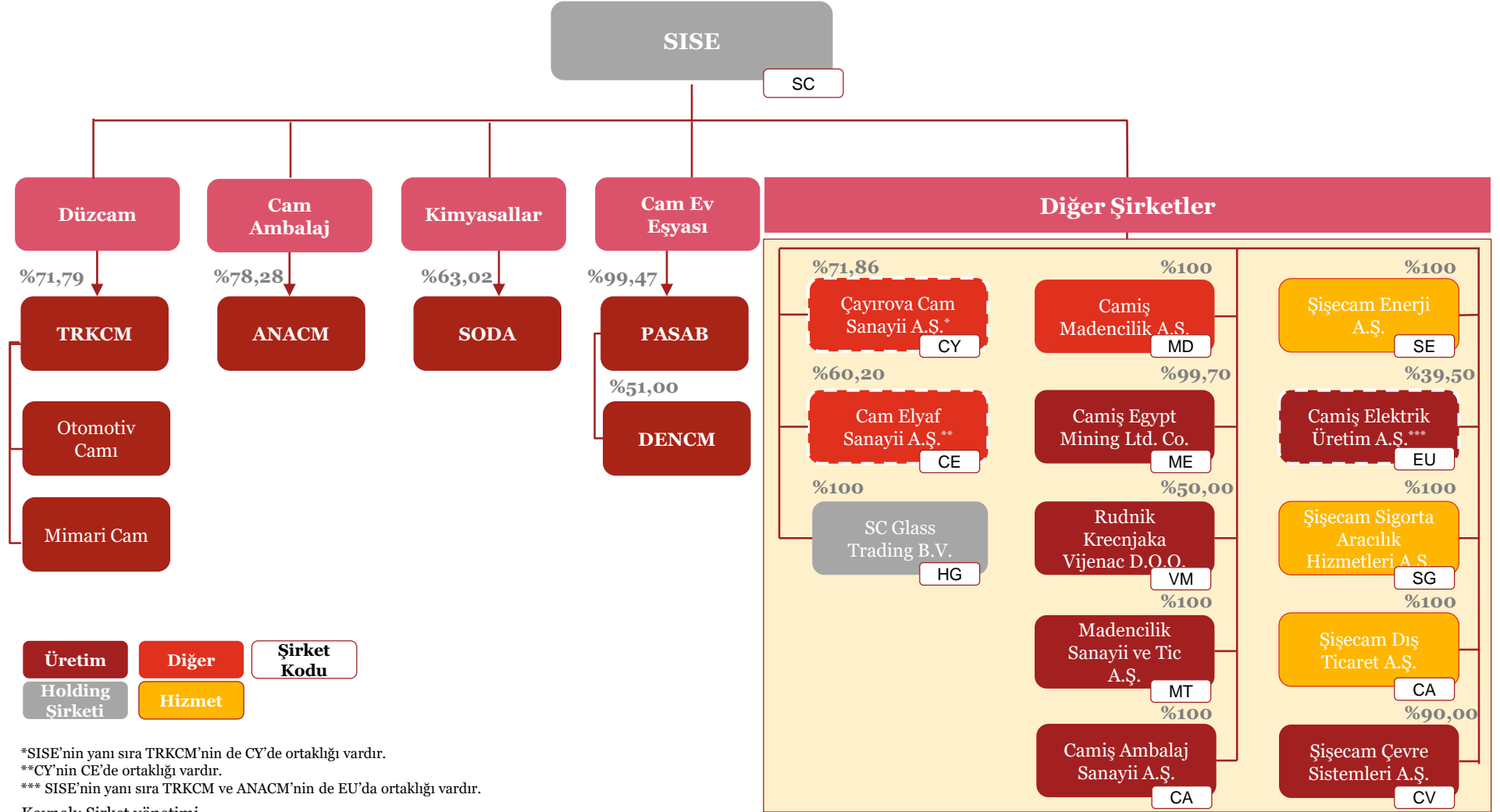
COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

COVID-19 salgınının SISE şirketlerine ana iş kolları bazındaki etkileri, devrolan şirketler için yapılmış değerlendirme çalışmalarının anlatıldığı bölümlerde bahsedilmektedir. SISE'nin Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı'na göre yapılan değerlendirme 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 değerlendirme 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.

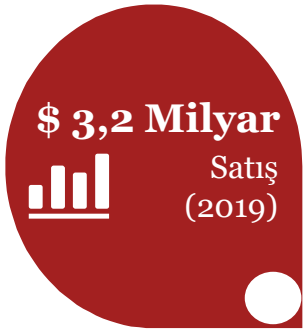
*** SISE'nin yanı sıra TRKCM ve ANACM'nin de EU'da ortaklığı vardır.

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, **düzcamlar, cam ev eşyası, cam ambalaj ve kimyasallar** ana iş kollarında 14 ülkede 22 bine yakın çalışanıyla uluslararası çapta faaliyet gösteren bir sanayi topluluğudur.



Düzcamlar



Cam Ambalaj



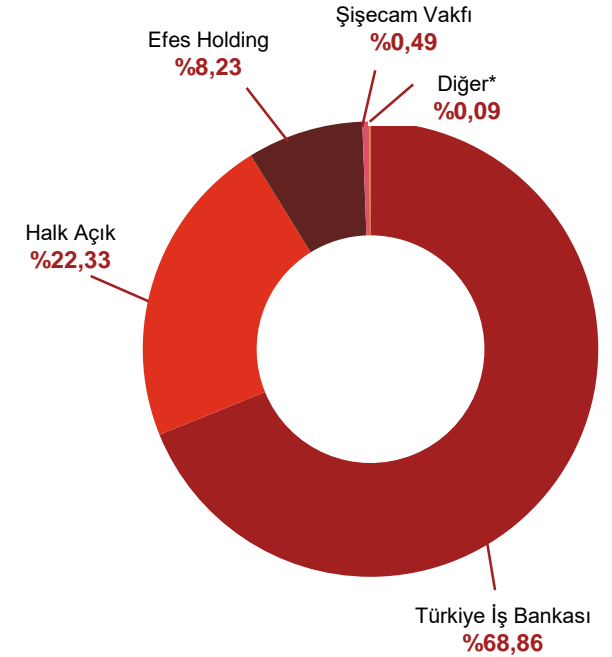
Kimyasallar



Cam Ev Eşyası



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 *Camiş 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.

		Düzcamlar	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 otoplast 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**

Şişecam, 2000 – 2014 döneminde aktif olduğu bölgelerde pazar paylarını arttırarak ve stratejik ortaklıkları kurarak bölgesel lider konumuna gelmiştir.

Düzcüm

- 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'nin 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 Lukovac 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

Kaynak: Şirket yönetimi

2014-2020

2014 sonrası dönemde Şişecam, sektöründe küresel en büyük 3 oyuncu arasında yerini pekiştirmiştir.

Düzcüm

- 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 düzcüm 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

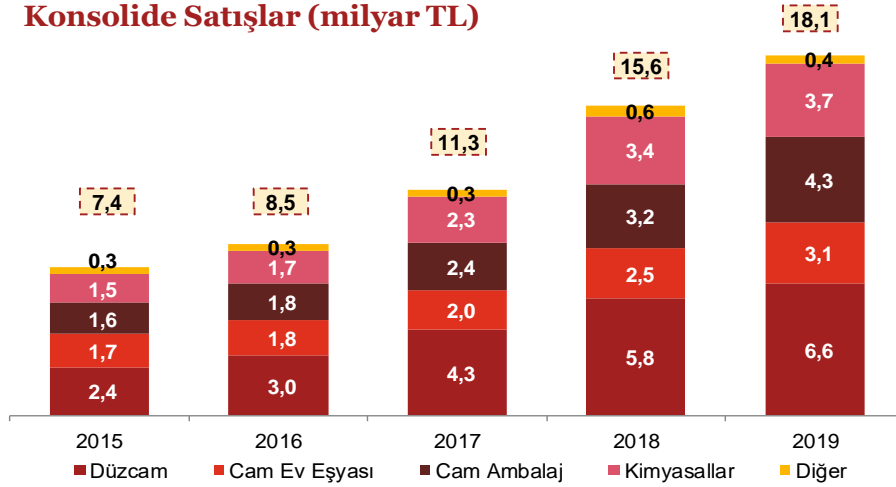
- Mısır'da Pearl for Glass Manufacturing şirketinden varlık satın alımı ve Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E.'nin kurulması
- EBRD'nin PASAB'daki %14,85'lik payının SISE tarafından satın alımı

SISE

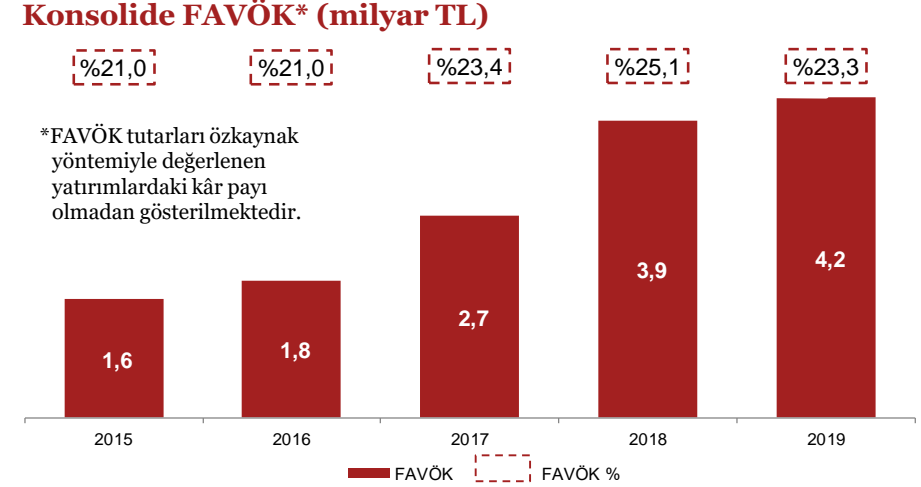
Temel Finansal Göstergeler

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.

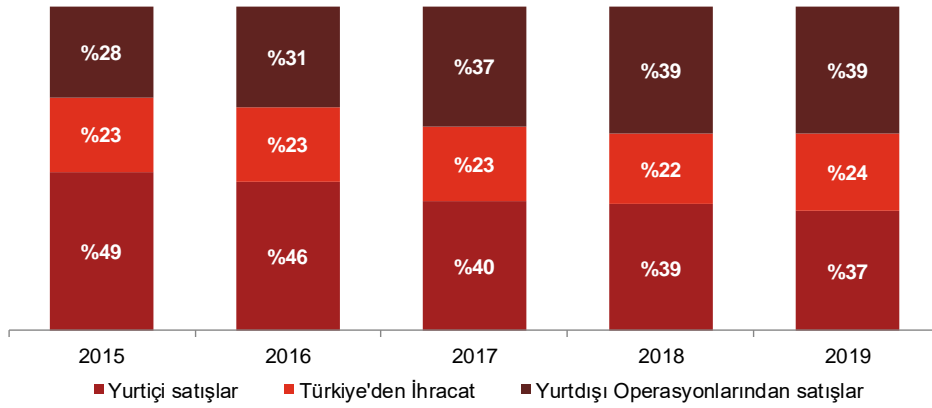
Konsolide Satışlar (milyar TL)



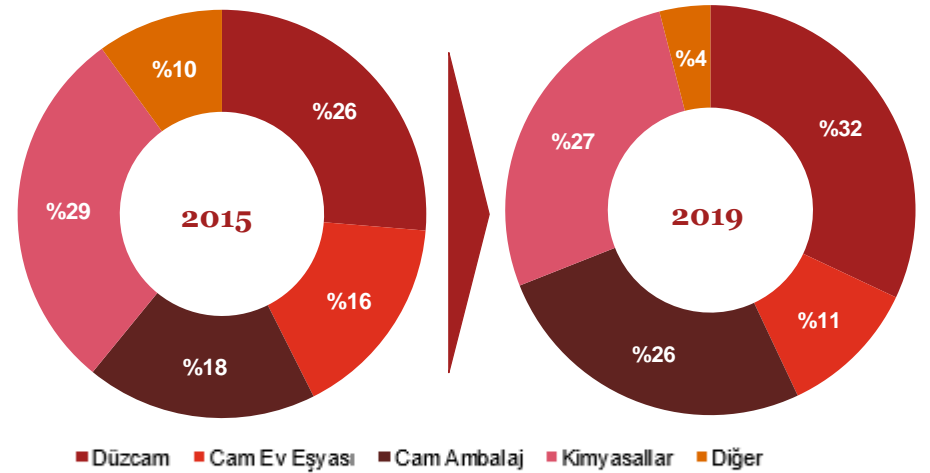
Konsolide FAVÖK* (milyar TL)



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 buldukları 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.

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.

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

(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

Camış Ambalaj - CA

Topluluk kuruluşlarının kağıt-karton ambalaj ihtiyaçlarını karşılamak üzere kurulan, Camış 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.

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 piyasadandan ya da ikili alım anlaşması olan tedarikçilerden satın aldığı elektrik ve doğalgazı topluluk dışı ve içi şirketlere satmaktadır.

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

(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.

Camış 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.

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

(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 itibariyle şirkete ait 11 adet ruhsat bulunmakta olup bir kısmında üretim gerçekleştirilmekte, 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 hammaddesi 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.

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

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.

(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.

Faaliyetlerin Tanımı

Çayırova Cam Sanayii - CY

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 kararlaştırılmıştır. Bu karar doğrultusunda yıl sonunda uygulamaya geçilerek fırınlar soğutulmuş ve üretim faaliyeti sona erdirilmiştir. Şirketin önemli varlıkları arasında, Çayırova'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

SISE

Geçmiş Finansal Tablolar (1/3)

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
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 SISE 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

4 SISE 2019 yılında, Park Holding şirketlerinden Imperial Natural Resources Trona Mining Inc. şirketi ile ABD'nin Wyoming eyaleti Green River bölgesinde çözümlü madencilik yöntemiyle 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.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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/IFRS 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 öz kaynak 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.

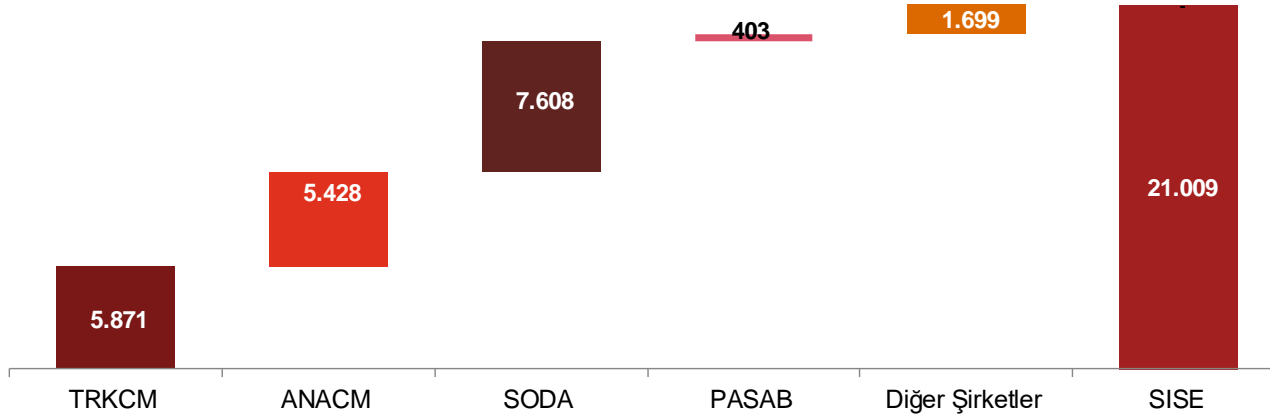
Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

SISE

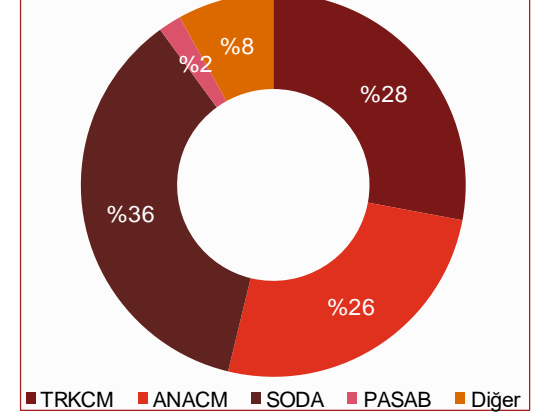
Gelir Yaklaşımı

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



m TL	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												CE,CY, HG*	Toplam
	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME			
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

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

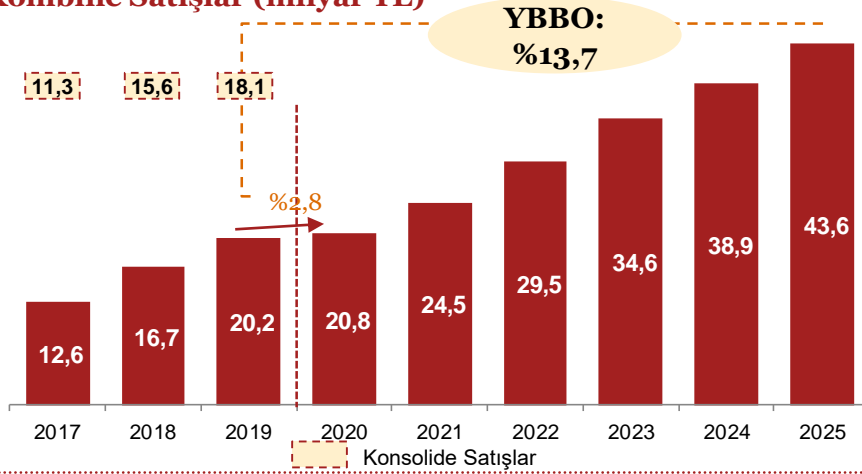
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SISE

Gelir Yaklaşımı

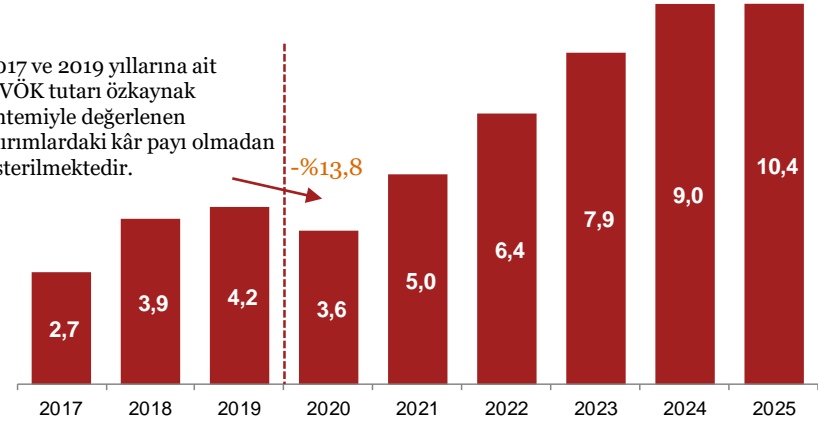
SISE'nin kombine satışlarının 2019-2025 arasında yıllık ortalama **%13,7** büyümesi beklenmektedir. 2019 ve 2020 yıllarında yaklaşık **4 milyar TL** seviyesinde gerçekleşmesi beklenen konsolide FAVÖK'ün 2025 yılında **10 milyar TL** seviyesine çıkacağı öngörülmektedir.

Kombine Satışlar (milyar TL)

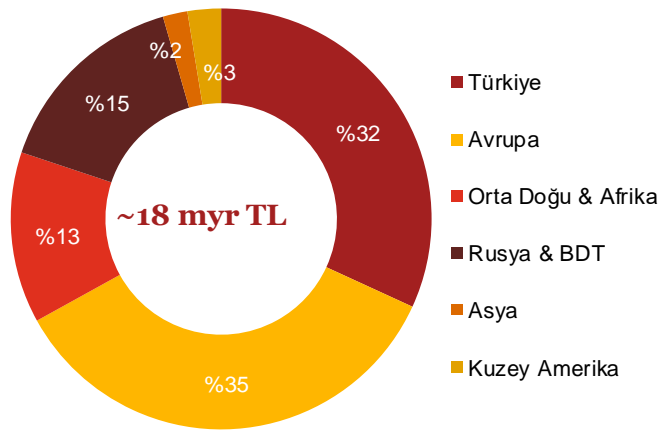


Konsolide FAVÖK* (milyar TL)

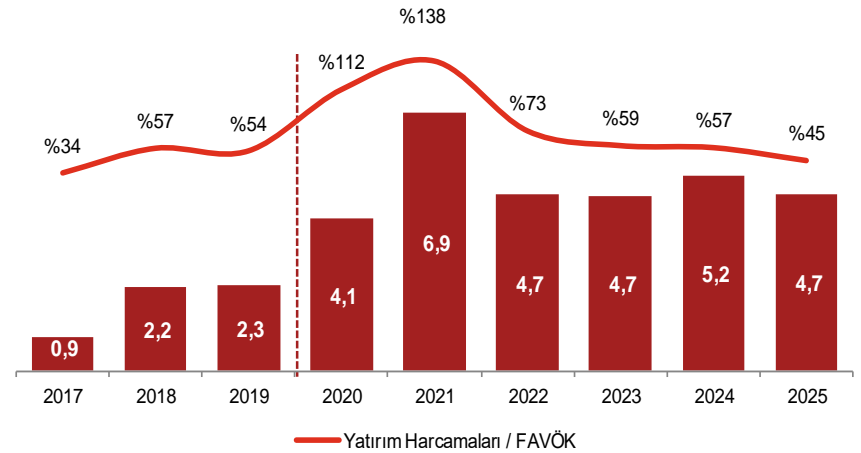
*2017 ve 2019 yıllarına ait FAVÖK tutarı özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlardaki kâr payı olmadan gösterilmektedir.



Konsolide Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



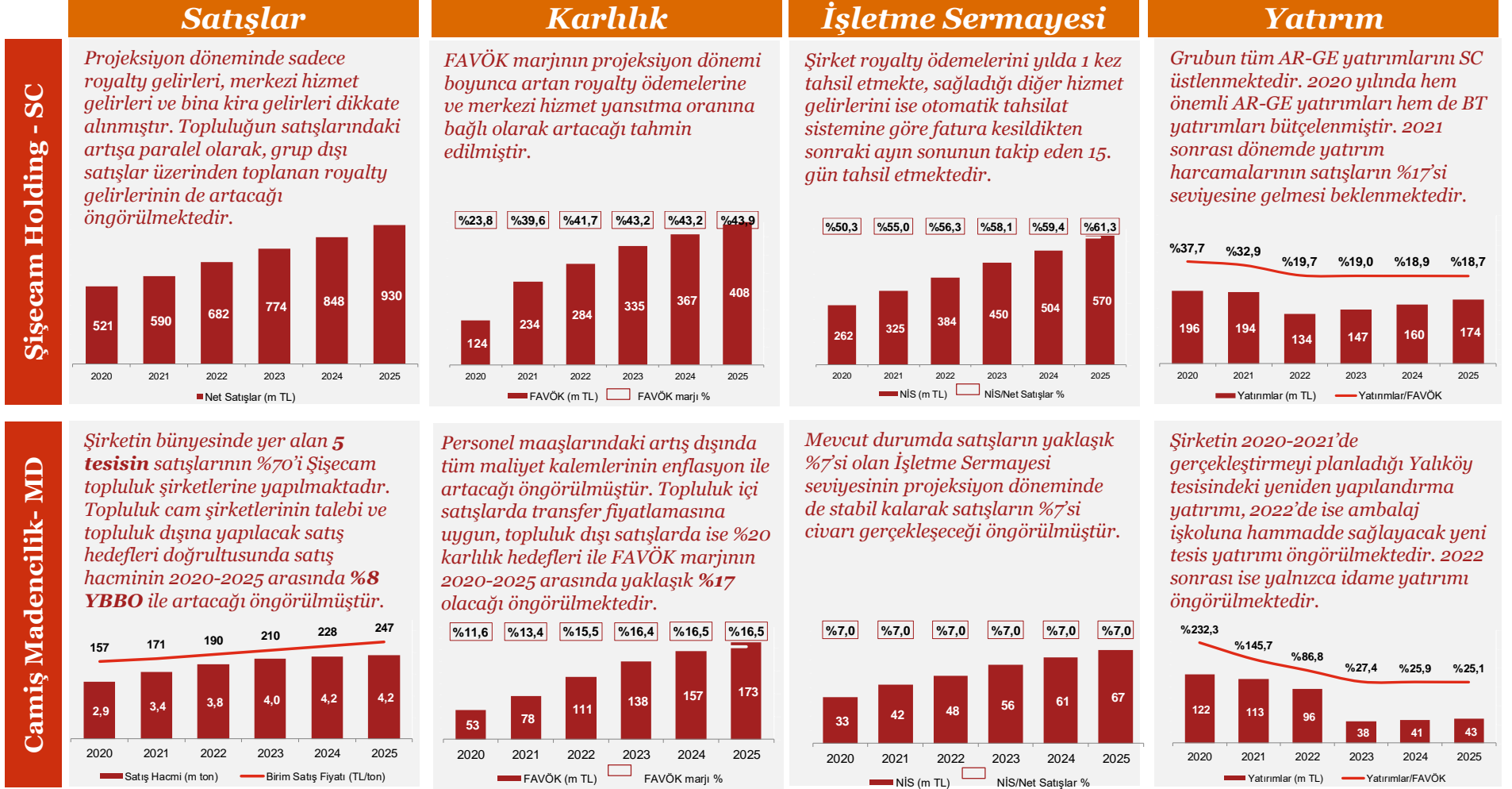
Yatırımlar (milyar TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (1/5)

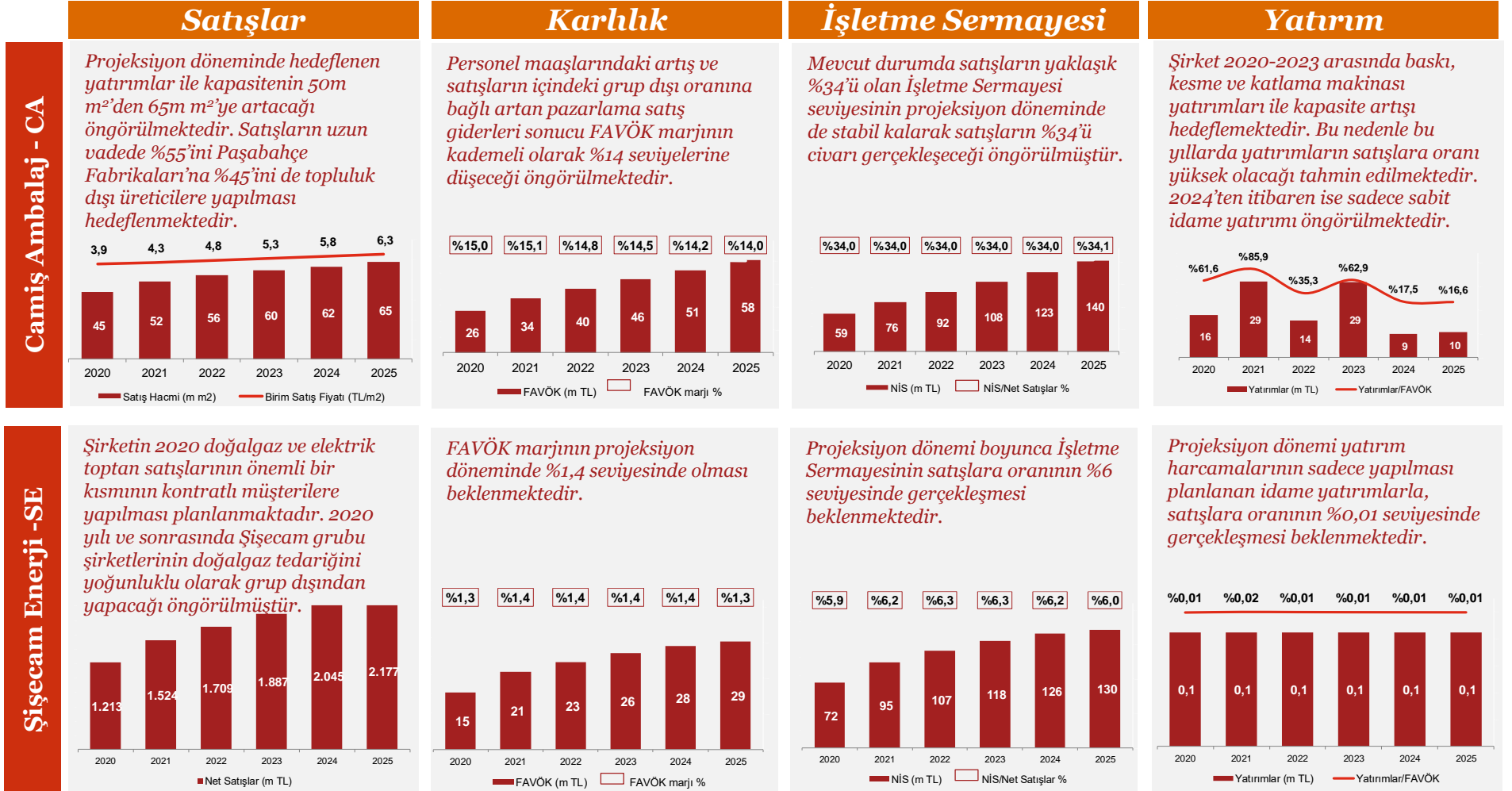
Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (2/5)

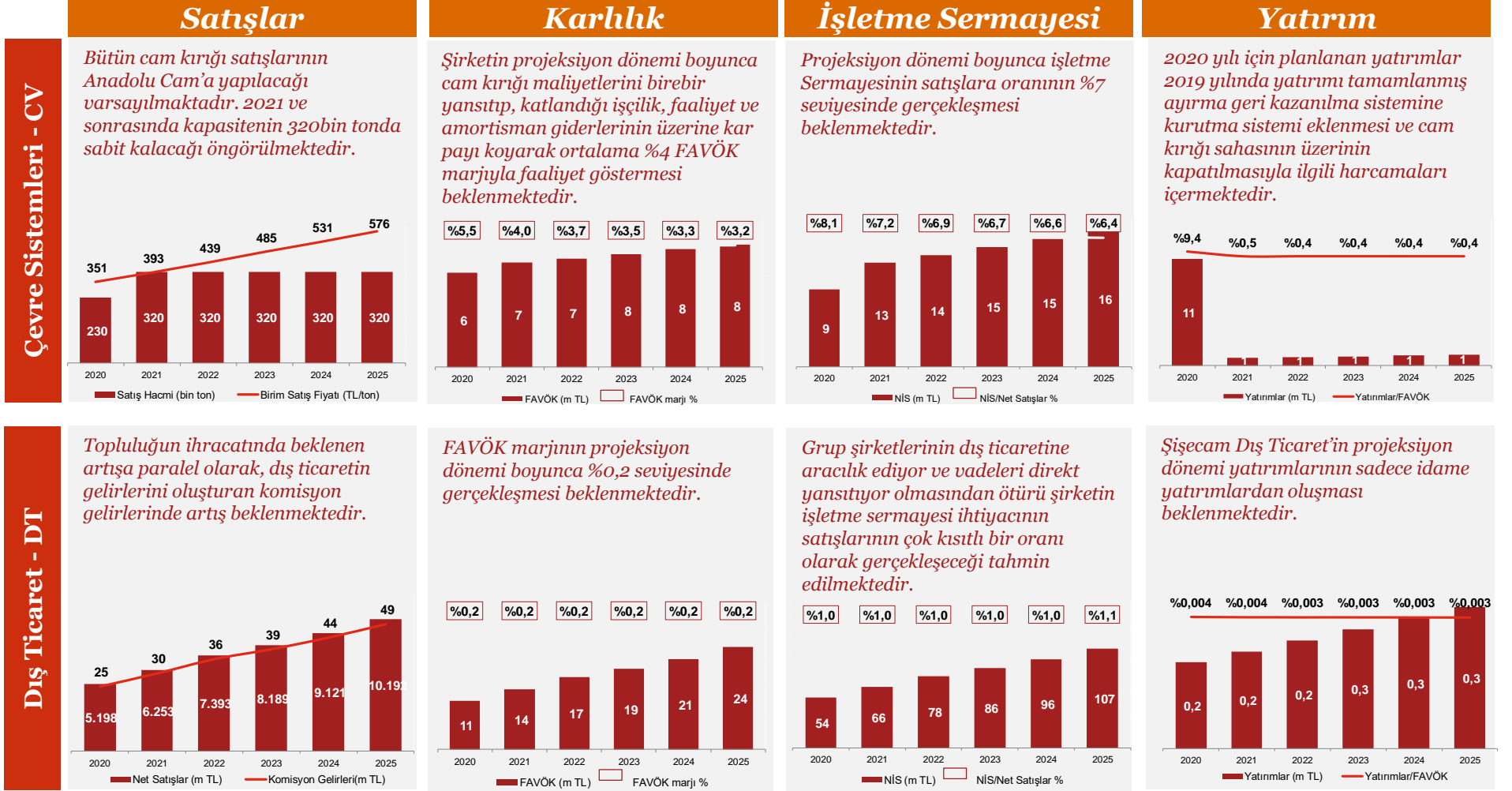
Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (3/5)

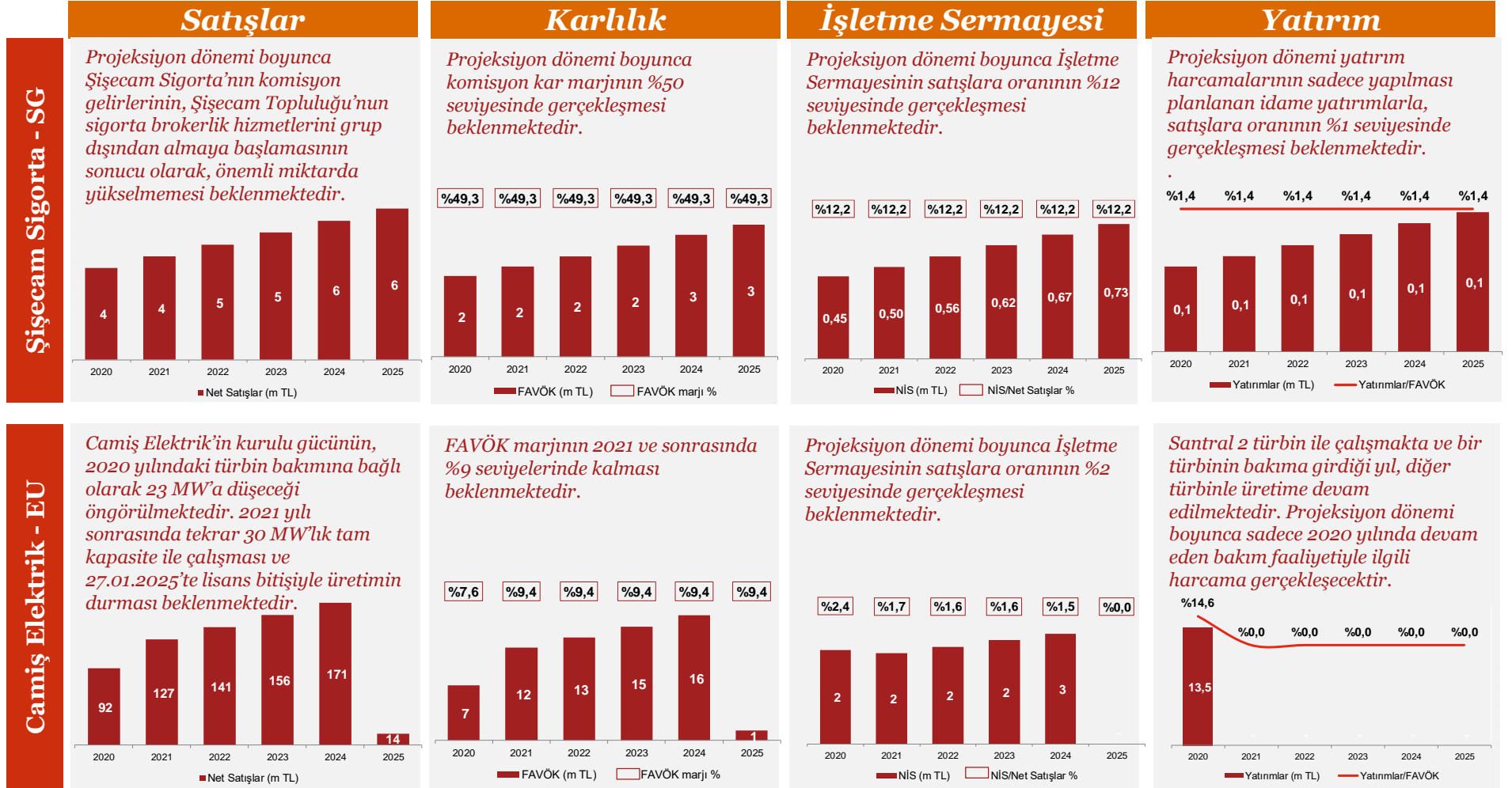
Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Diğer Şirketler Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (4/5)

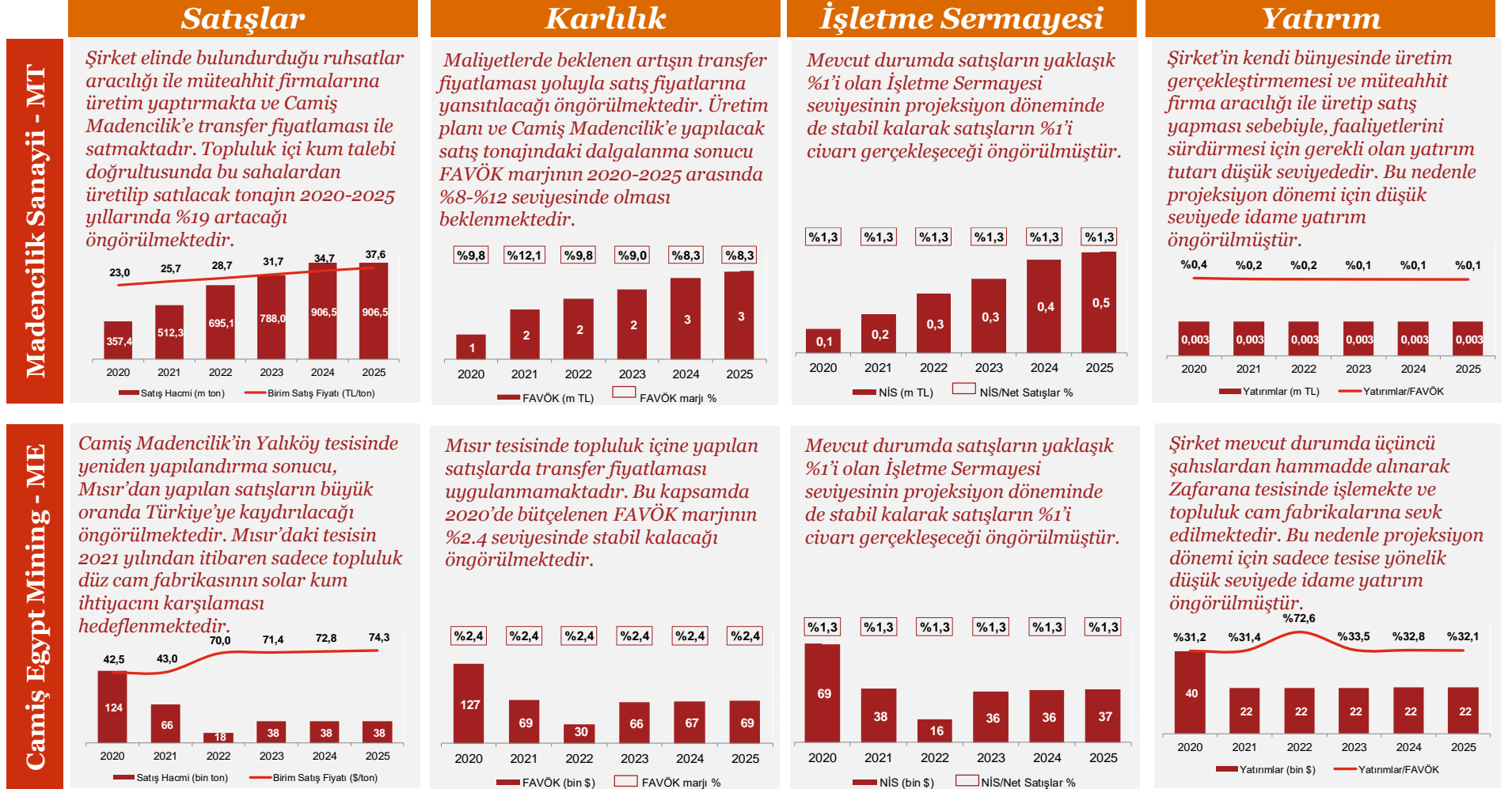
Aşağıdaki tabloda Diğer Şirketler içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



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

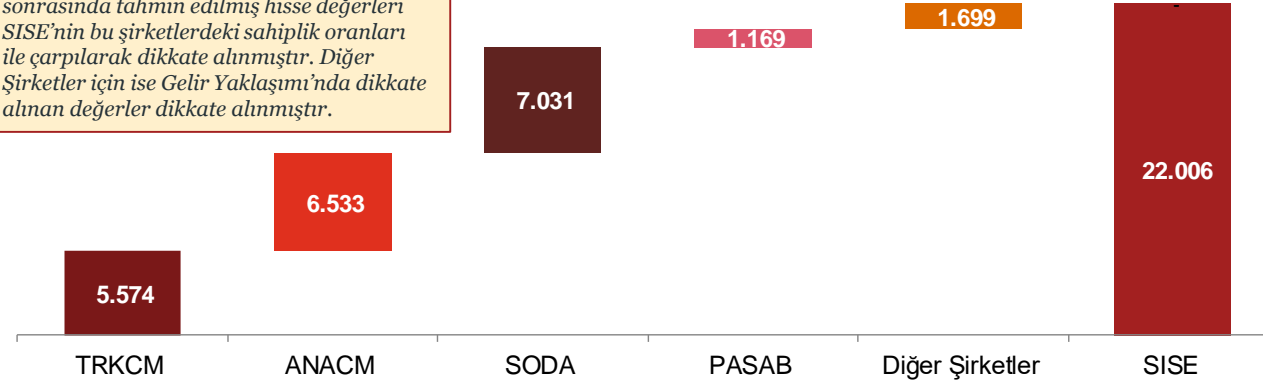
SISE

Piyasa Yaklaşımı

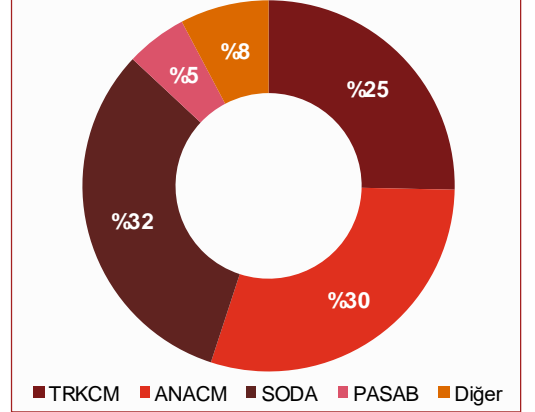
Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **22,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

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 dikkate alınan değerler dikkate alınmıştır.



Değerin Dağılımı



m TL	Ana İş Kolları				Diğer Şirketler												CE, CY, HG*		Toplam
	TRKCM	ANACM	SODA	PASAB	SC	MD	CA	EU	SE	DT	CV	MT	SG	VM	ME	CE, CY, HG*			
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	-	-		
ANACMB 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

**Hesaplamanın 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
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	2.279
<i>Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)</i>	5
<i>Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazançları (Kayıpları)</i>	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	(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	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

1	CE'nin dönen varlıklarını önemli kısmı banka mevduatlarından oluşmaktadır.
2	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 değerlendirme 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	Etkif 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 ayrıştırma 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.

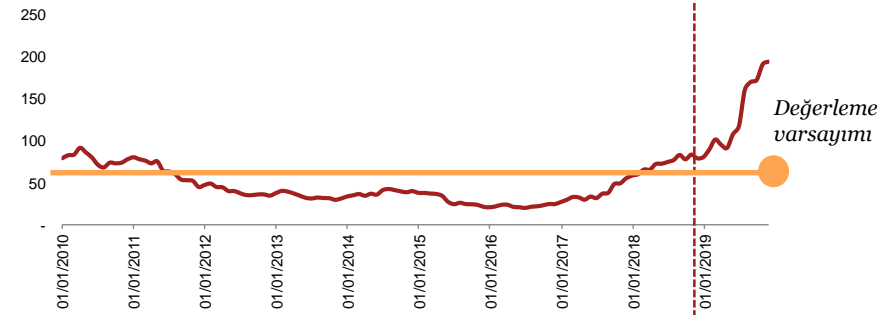
Platin: Londra Metal Borsası tarafından açıklanan 31.12.2019 platin fiyatı dikkate alınmıştır.

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

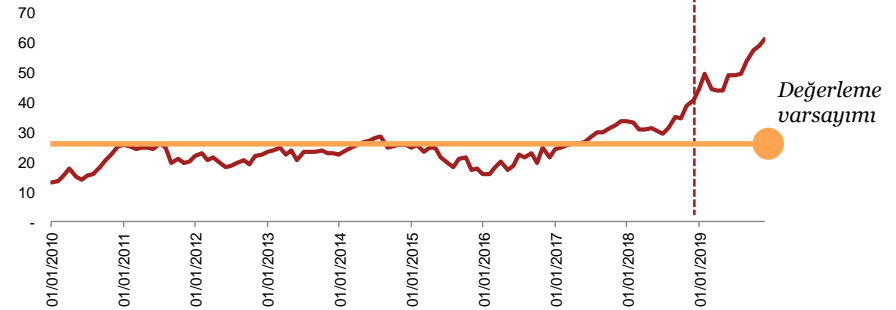
Gümüş: Londra Külçe Piyasası Birliği tarafından açıklanan 31.12.2019 fiyatı dikkate alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi, Bloomberg

Rodyum Fiyatları (\$/Gr)



Paladyum Fiyatları (\$/Gr)



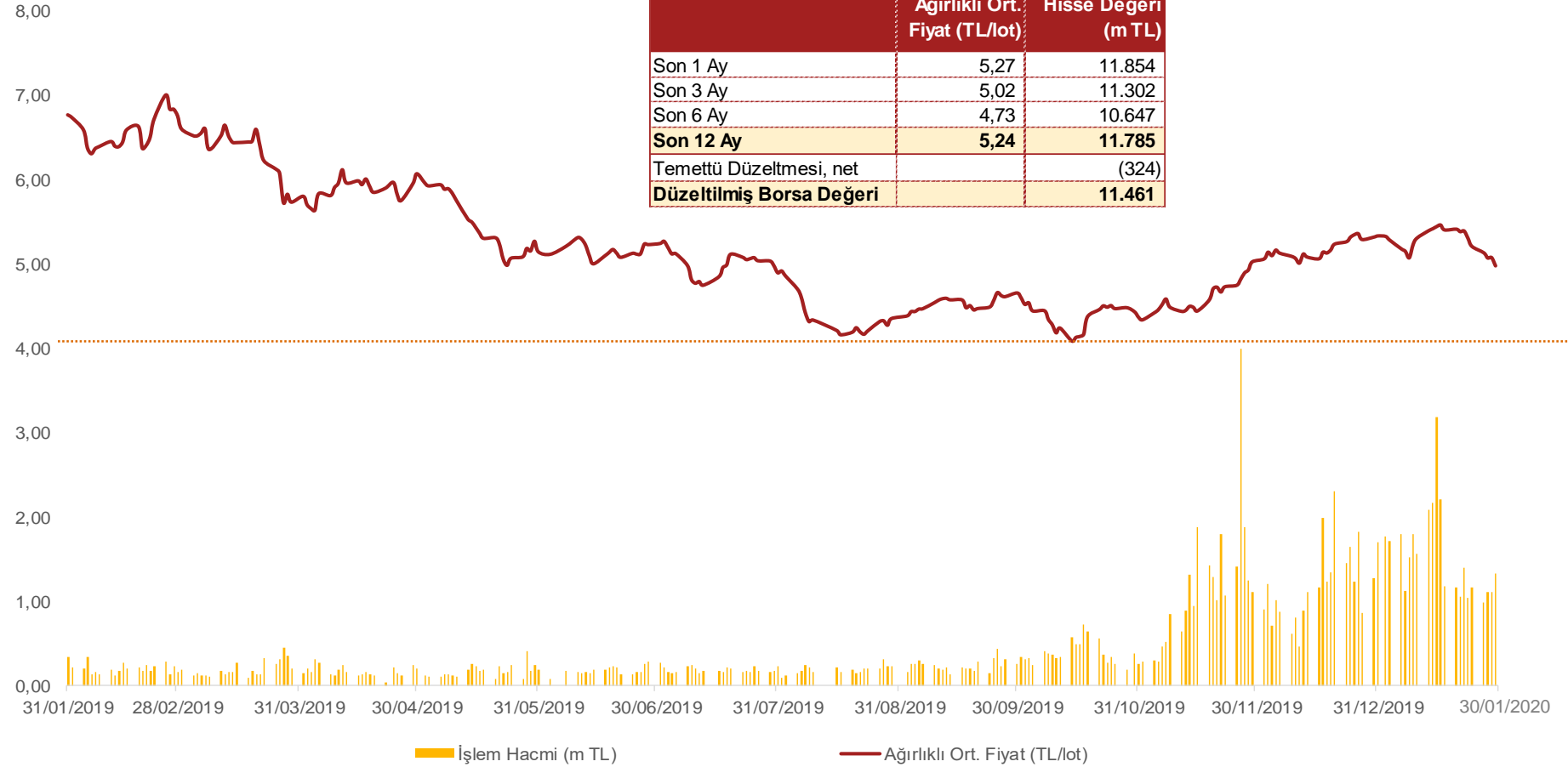
SISE

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)

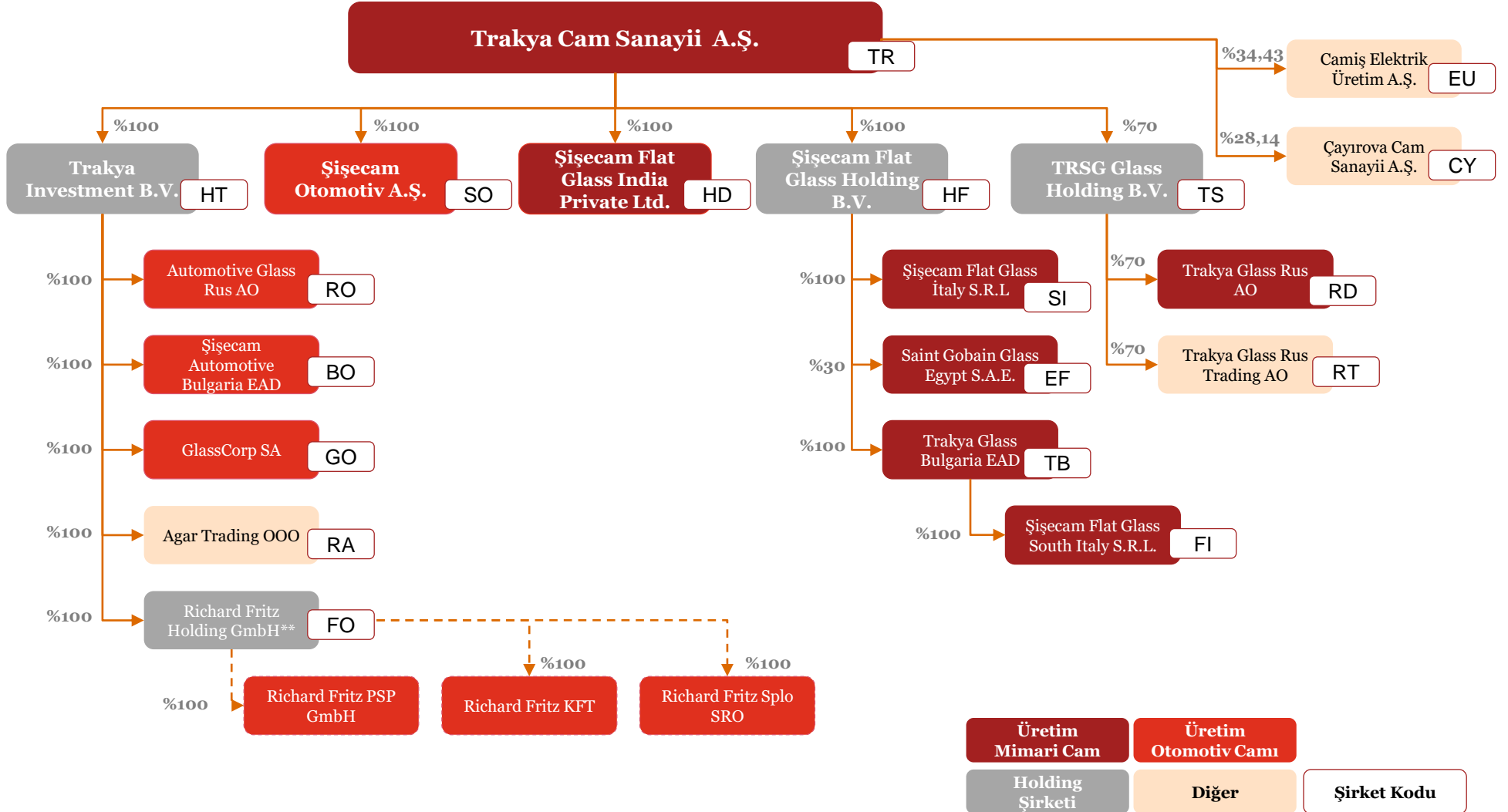


Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

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 Yenişehir kaplama hattını devreye alıp, Polatlı Fabrikası'nda Türkiye'deki 8. Fırın yatırımına başlamıştır. Projeksiyon dönemi boyunca fırın sayısının 8 olarak kalacağı ve Yenişehir, Mersin ve Lüleburgaz fabrikalarında bulunan 5 adet mevcut fırına soğuk onarım yapılarak kapasitenin kademeli olarak artırılacağı 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 Yenişehir 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 değerlendirilmesinde 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 Düzcam 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 Düzcamlar 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 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.

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 değerlendirme çalışması 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.

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 değerlendirme 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 değerlendirme 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 kullanılabilmesine dair Holding yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirilmiştir.

COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

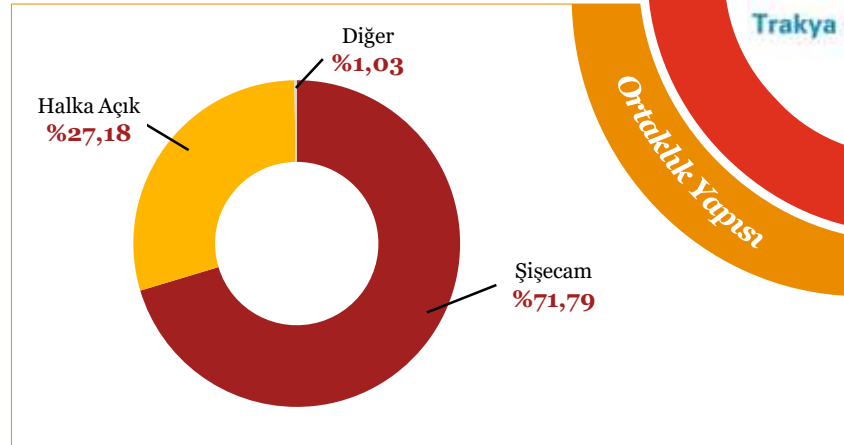
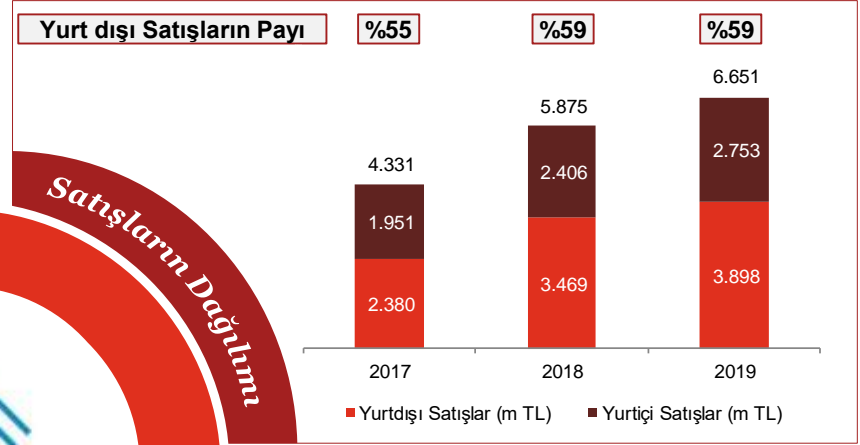
Türkiye'de ve Düzcam Grubu'nun faaliyetlerinin bulunduğu diğer ülkelerde özellikle Mart ayının ikinci yarısından itibaren etkisini göstermeye başlamış COVID-19 salgınının, Düzcam Grubu faaliyetleri üzerindeki etkisini anlamak amacıyla TRKCM yönetimiyle ayrı bir toplantı yapılmış ve tarafımıza sağlanan 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



Finansal Göstergeler**

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

Mimari Cam Grubu

1971

- Çayırova Cam Fabrikası'nda ilk buzlu cam ve Pittsburgh sistemi ile düzcam üretiminin yapılması

2004

- İlk yurt dışı düzcam fabrikasının Bulgaristan'da açılması

2013

- Hindistan düzcam üreticisi HNG Float Glass Limited şirketine %50 ortak olunması

2016

- İtalya'da Porto Nogarò tesisi ile ilk düzcam hattının devreye alınması

2018

- İtalya'da Manfredonia tesisinin satın alınması

1961

- Türkiye'de ilk düzcam tesisi olan Çayırova Fabrikası'nın üretime başlaması

1981

- Trakya Cam Sanayii A.Ş.'nin Kurulması
- Trakya ve Mersin Fabrikalarının anonim şirket bünyesine alınması
- Lüleburgaz tesisinin hizmete başlaması

2010

- TR ve Saint-Gobain tarafından Mısır ve Rusya'da düzcam faaliyetlerini geliştirme kararı alınarak ortaklık kurulması

2014

- Rusya'da düzcam Fabrikası'nın faaliyete geçmesi

2018

- TRKCM'nin %50 ortak olduğu Hindistan'daki düzcam üreticisi HNG Float Glass Limited şirketinin kalan hisselerini de satın alması

Otomotiv Camı Grubu

1968

- Çayırova Fabrikası'nda ilk otomobil camının üretilmesi

1991-93

- Trakya otomotiv camı fabrikasının kurulması ve ilk lamine ön cam üretiminin gerçekleştirilmesi

2011

- İlk yurt dışı otomotiv camı fabrikasının Bulgaristan'da faaliyete geçmesi

2012

- Romanya'da otomotiv camları üreten Glass Corp SA isimli şirketin satın alınması

2013

- Alman menşeli enkapüle cam üreticisi Richard Fritz Holding'in satın alınması

2014

- Rusya'da otomotiv camı üretimine başlanması

2016

- Türkiye otomotiv camı faaliyetlerinin Şişecam Otomotiv A.Ş. bünyesinde toplanması

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



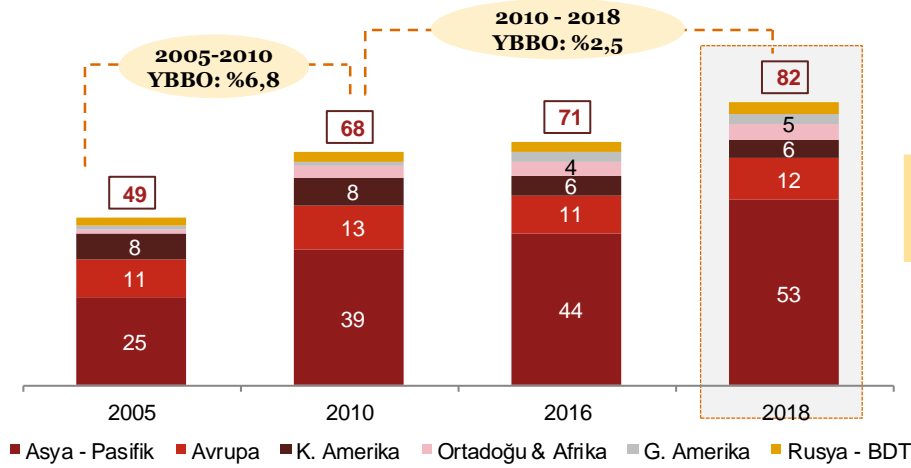
- Farklı alanlarda (düzcam, otomotiv camı ve enkapsülasyon) **3** uluslararası marka (Şişecam Düzcam, Şişecam Otomotiv, Fritz) altında satış faaliyeti

Kaynak: Şirket Yönetimi

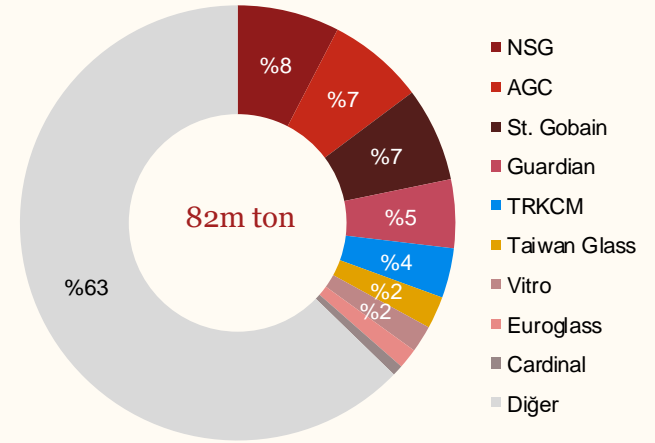
Küresel Düzcam Pazarı

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.

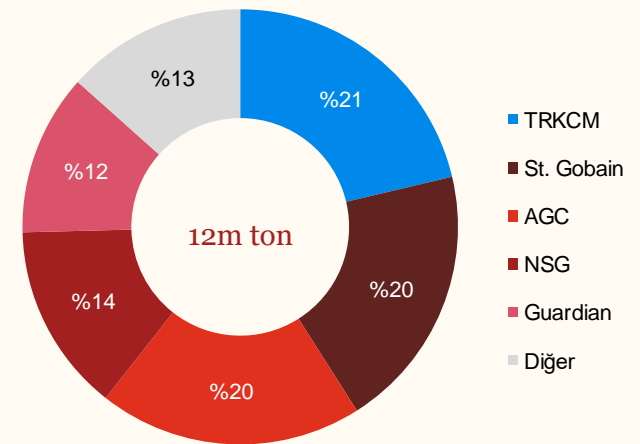
Küresel Düzcam Üretim Kapasitesi (m ton/yıl)*



Küresel Kapasite Bazlı Pazar Payları (2018)

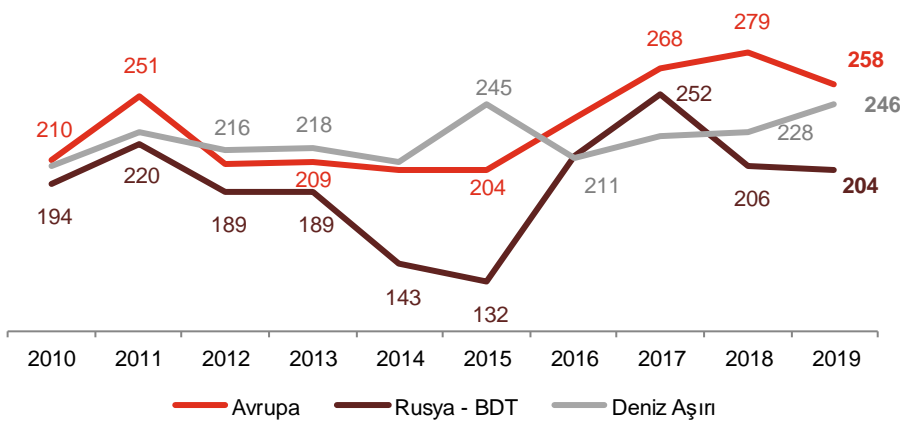


Avrupa Kapasite Bazlı Pazar Payları (2018)



Kaynak: Şişecam, PwC Analizi

Düzcam Fiyat Gelişimi (EUR/ton)**



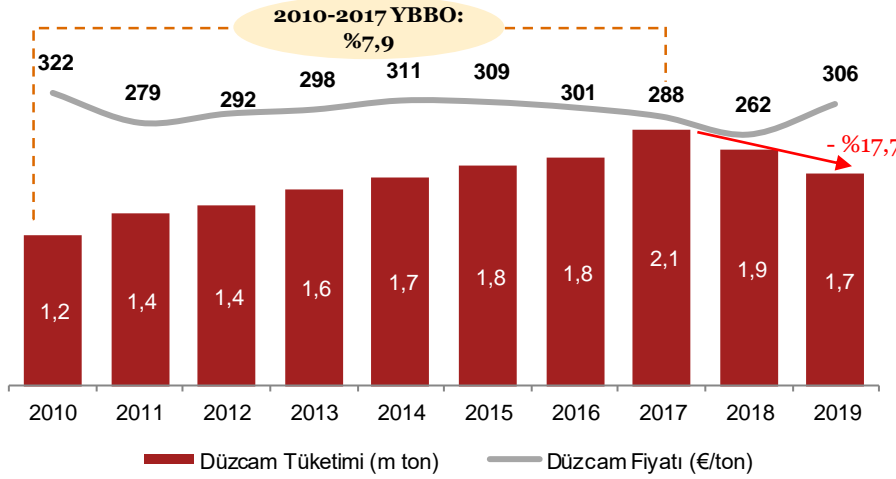
* Kapasite hesabında kısa dönemli soğuk tamirler dikkate alınmamıştır.

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

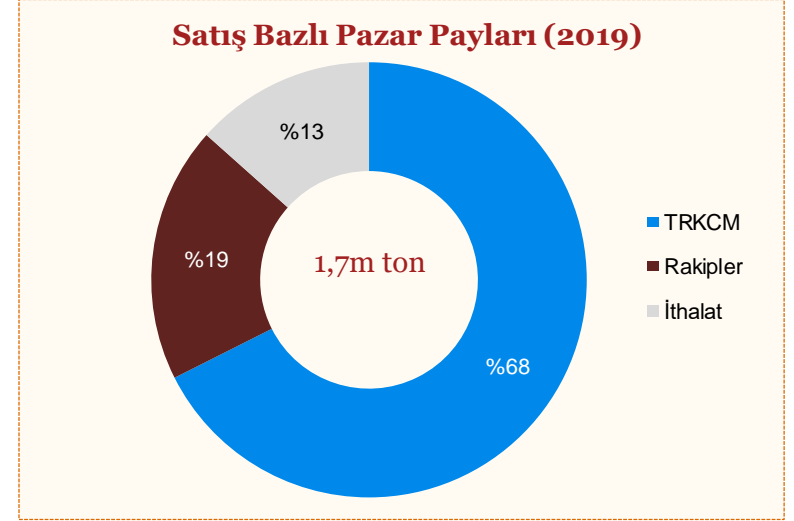
Türkiye Düzcam Pazarı

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.

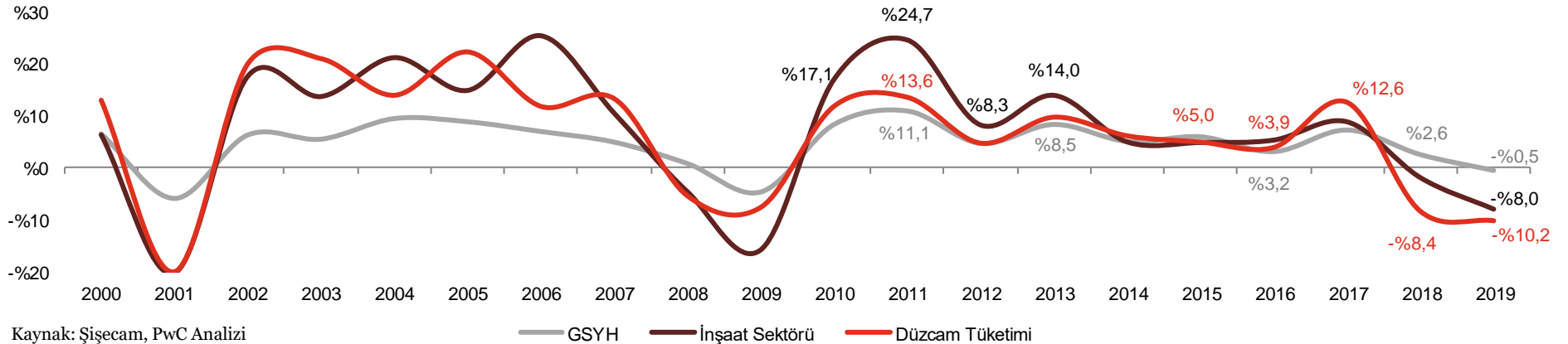
Düzcam Tüketimi (m ton) ve Fiyat Gelişimi (EUR/ton)*



Satış Bazlı Pazar Payları (2019)



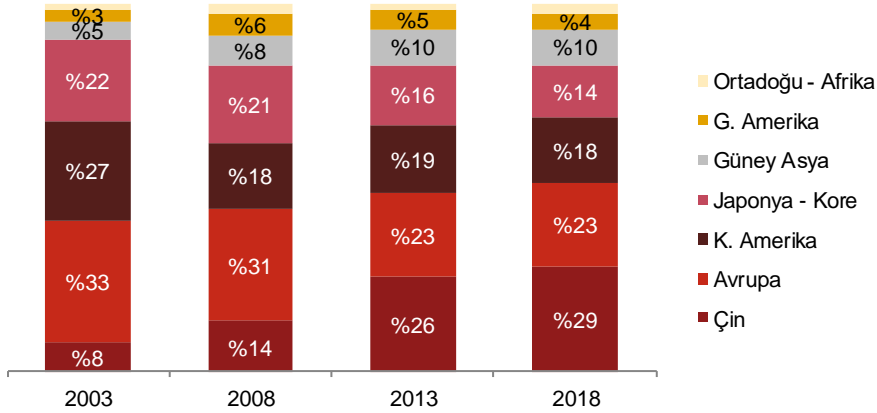
GSYH, İnşaat Sektörü ve Düzcam Tüketimi Büyümleri (%)



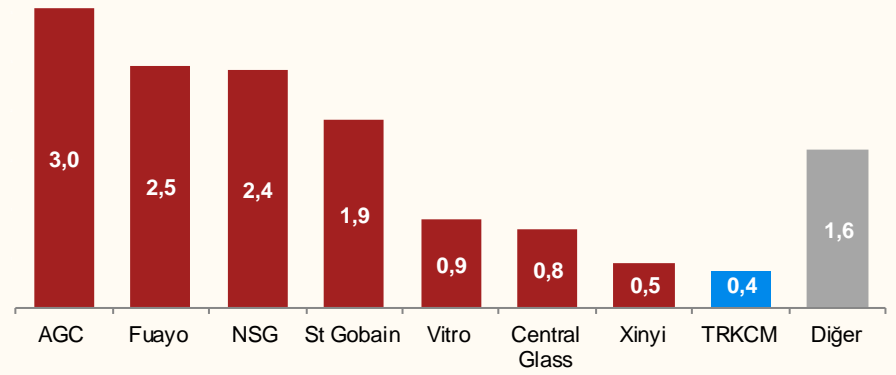
Küresel Otomotiv Camı Pazarı

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.

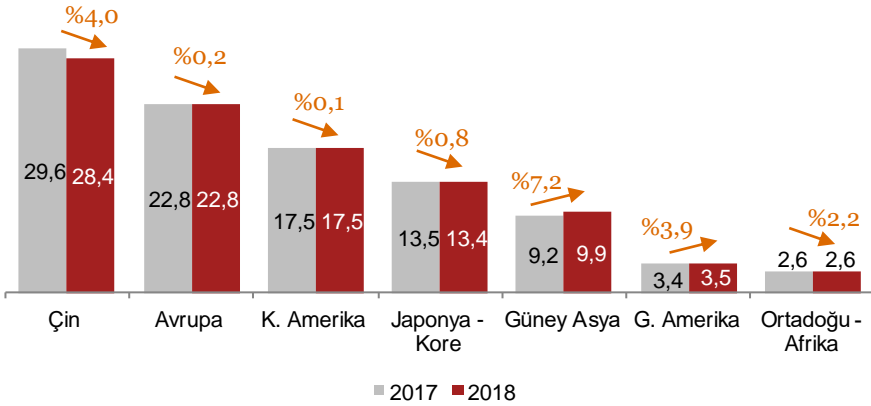
Otomotiv Üretiminin Bölgelere Dağılımı



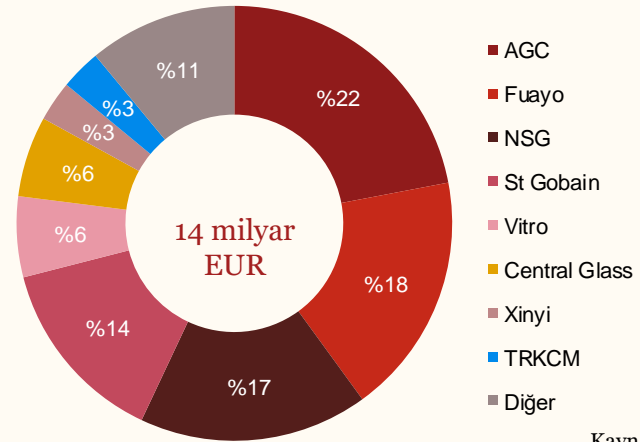
Otomotiv Camı Pazarı 2018 Satışları (milyar EUR)



Otomotiv Üretim Adetleri (m)



Otomotiv Camı Satış Bazlı Pazar Payları (2018)



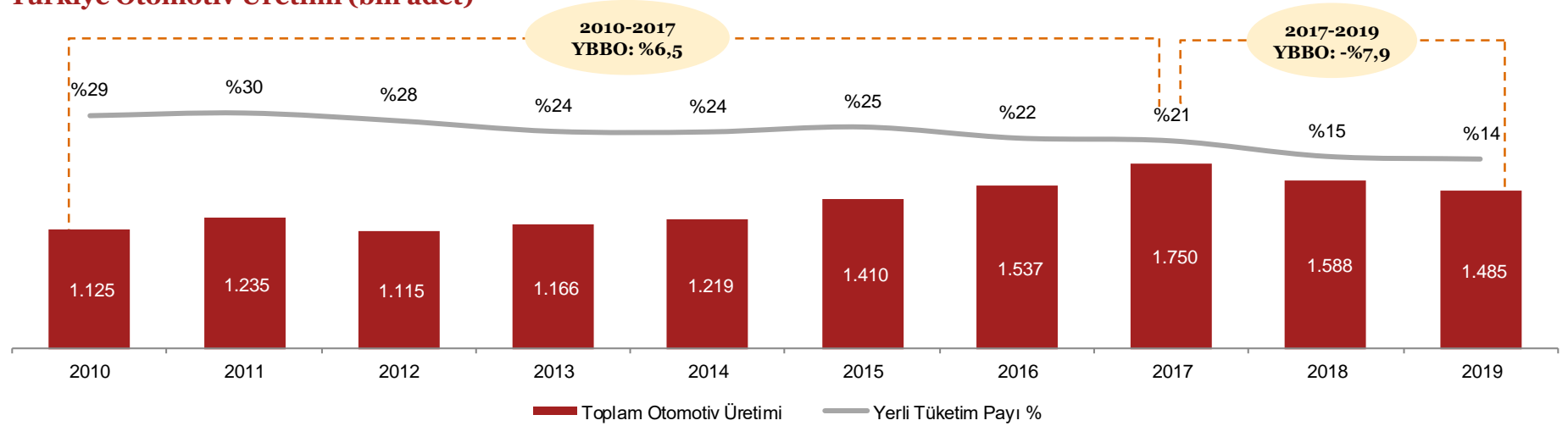
Kaynak: Şişecam, PwC Analizi

Kaynak: Şişecam, PwC Analizi

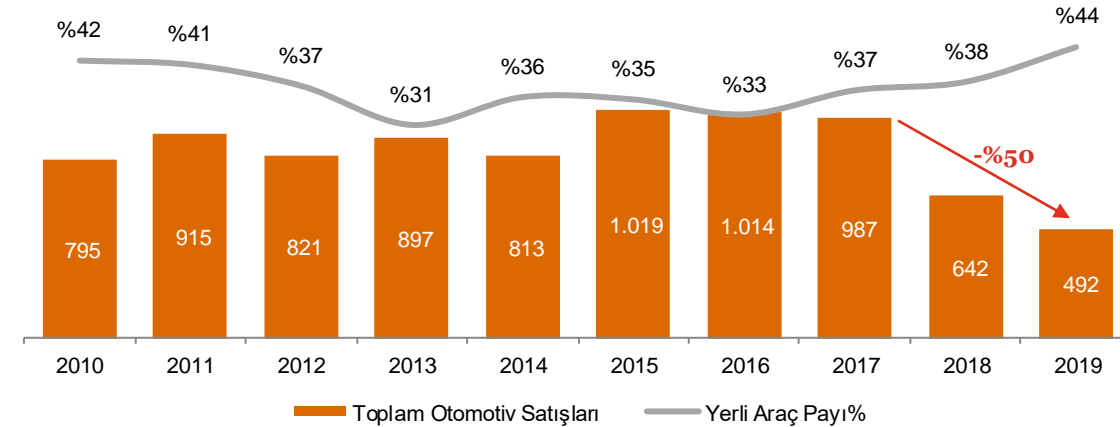
Türkiye Otomotiv Üretimi ve Otomotiv Camı Pazarı

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.

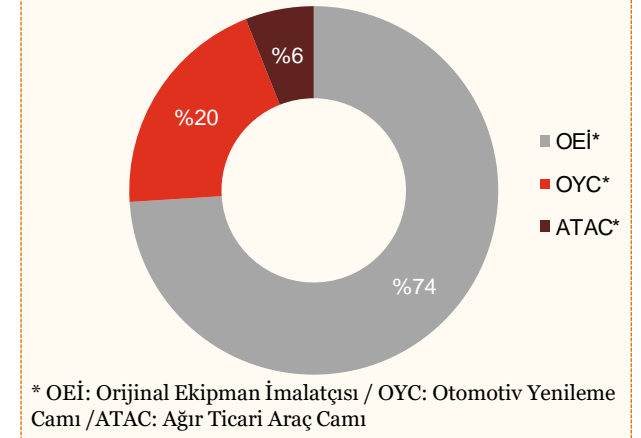
Türkiye Otomotiv Üretimi (bin adet)



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
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

1 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.

2 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.

3 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.





4 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.

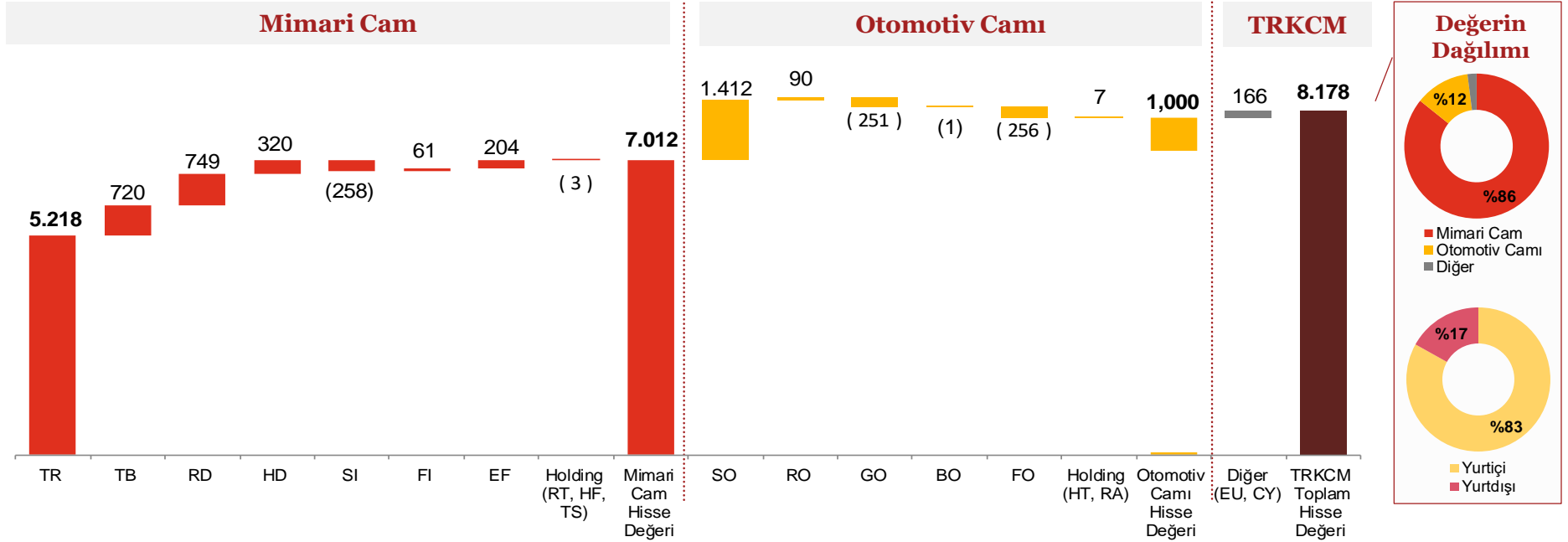
Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

Gelir Yaklaşımı

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

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



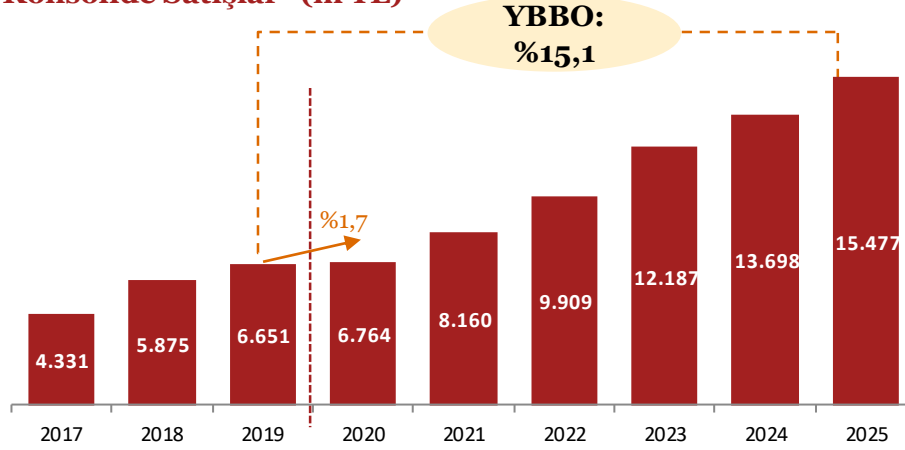
(m TL)	TR	TB	RD	HD	SI	FI	EF	Holding (RT, HF, TS)	Mimari Cam Toplam	SO	RO	GO	BO	Fritz	Holding (HT, RA)	Otomotiv Camı Toplam	Diğer (EU, CY)	TRKCM Toplam
Şirket Değeri	4.977	1.341	840	225	(85)	226	-	-	7.524	1.147	166	172	299	145	-	1.929	-	9.454
Net Nakit/(Borç)	143	(620)	377	89	(174)	(174)	-	-	(359)	264	(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

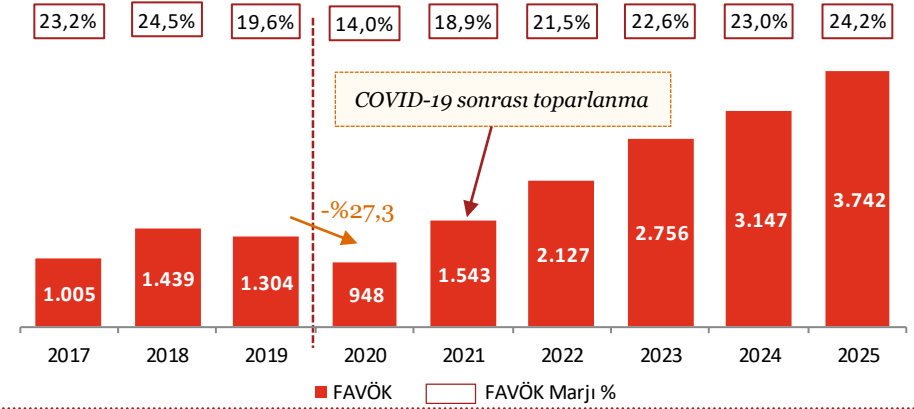
TRKCM Gelir Yaklaşımı

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.

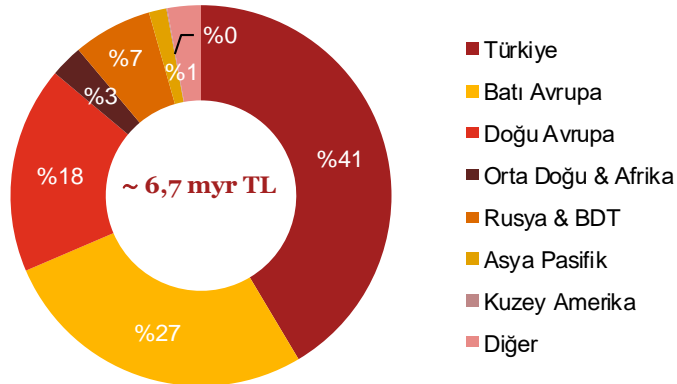
Konsolide Satışlar* (m TL)



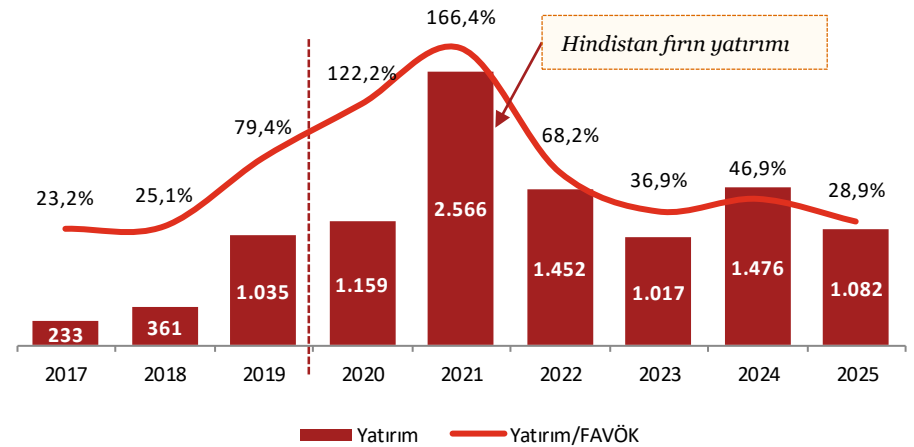
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)



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

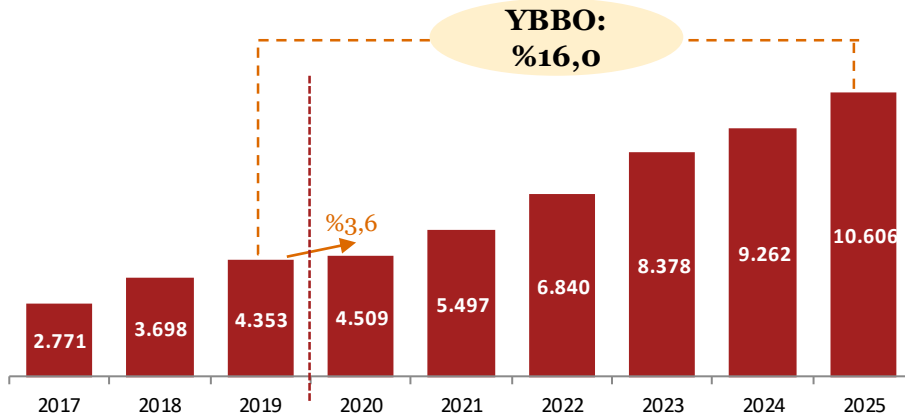
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

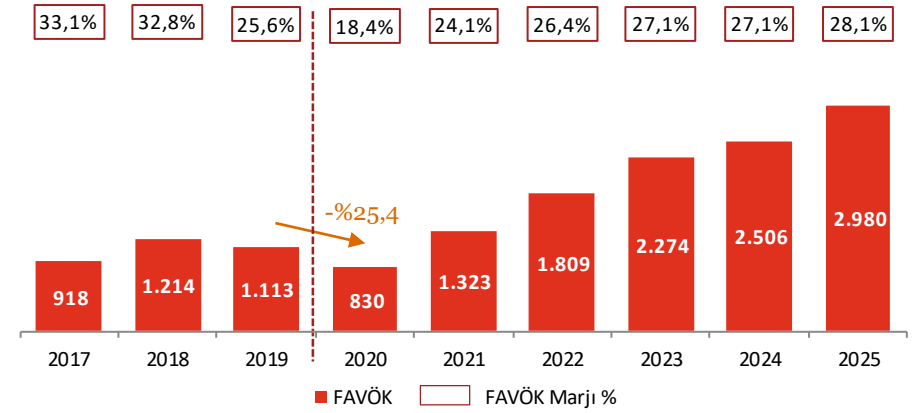
Mimari Cam Gelir Yaklaşımı

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.

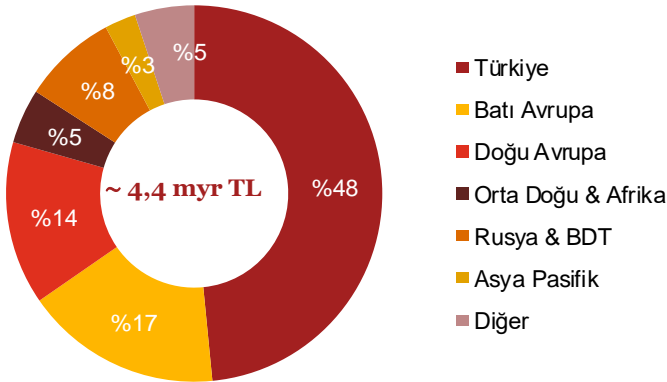
Konsolide Satışlar (m TL)



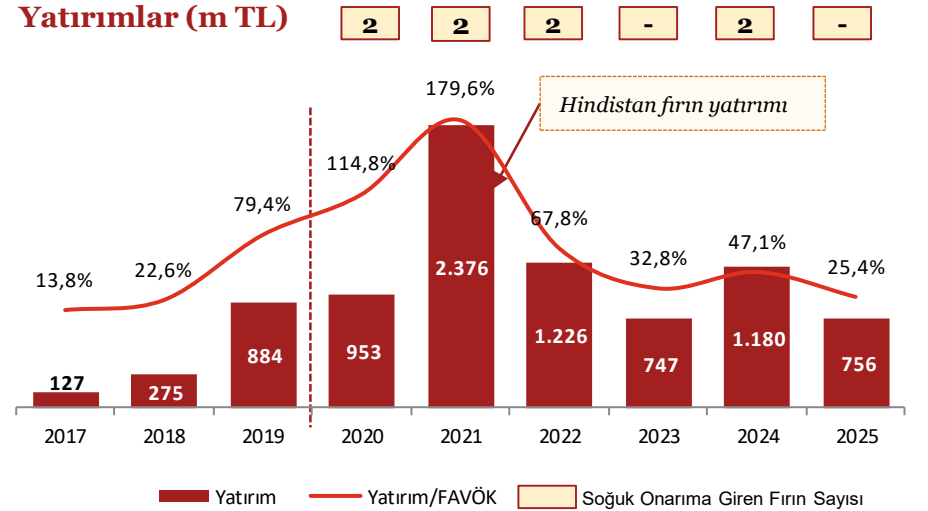
Konsolide FAVÖK (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)



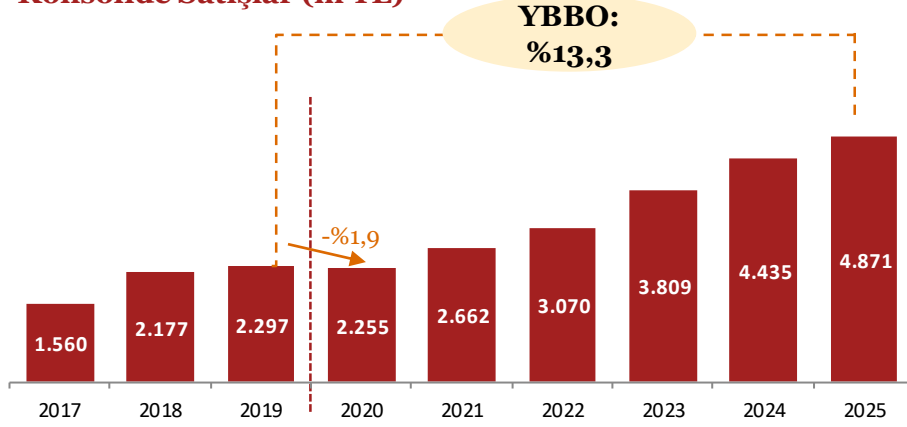
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

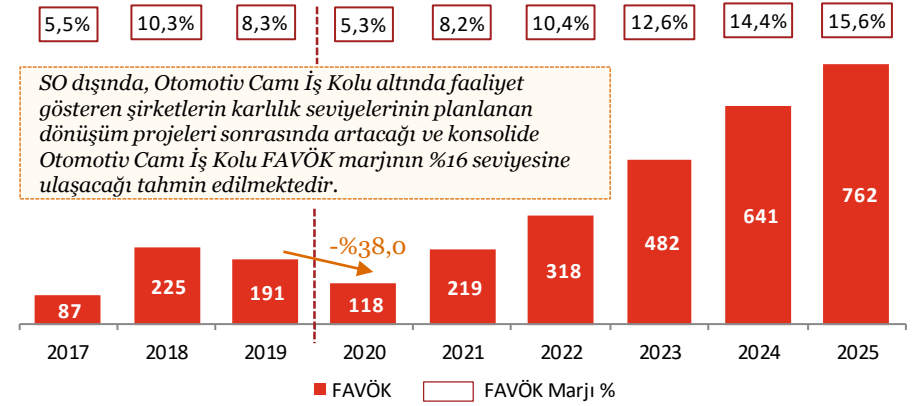
Otomotiv Camı Gelir Yaklaşımı

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.

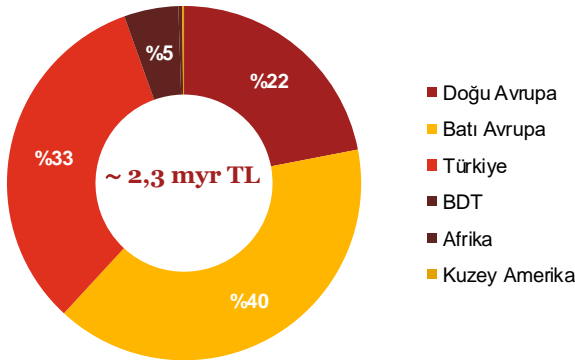
Konsolide Satışlar (m TL)



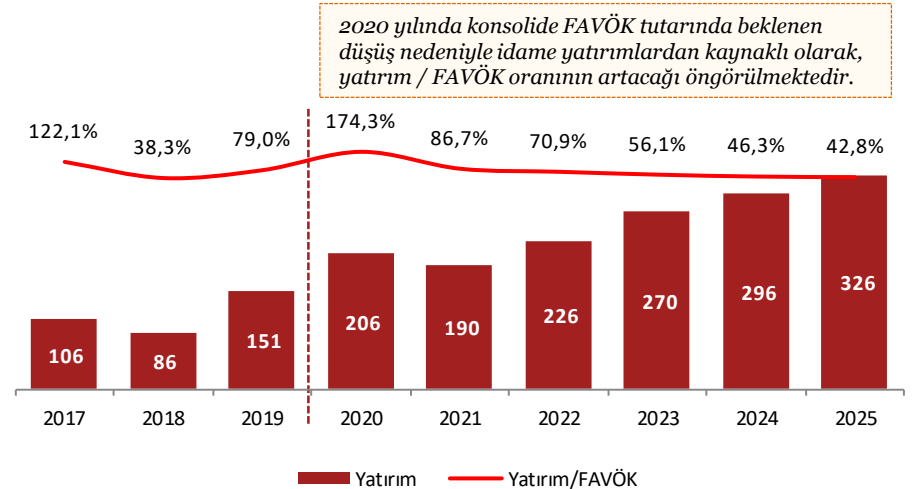
Konsolide FAVÖK (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)

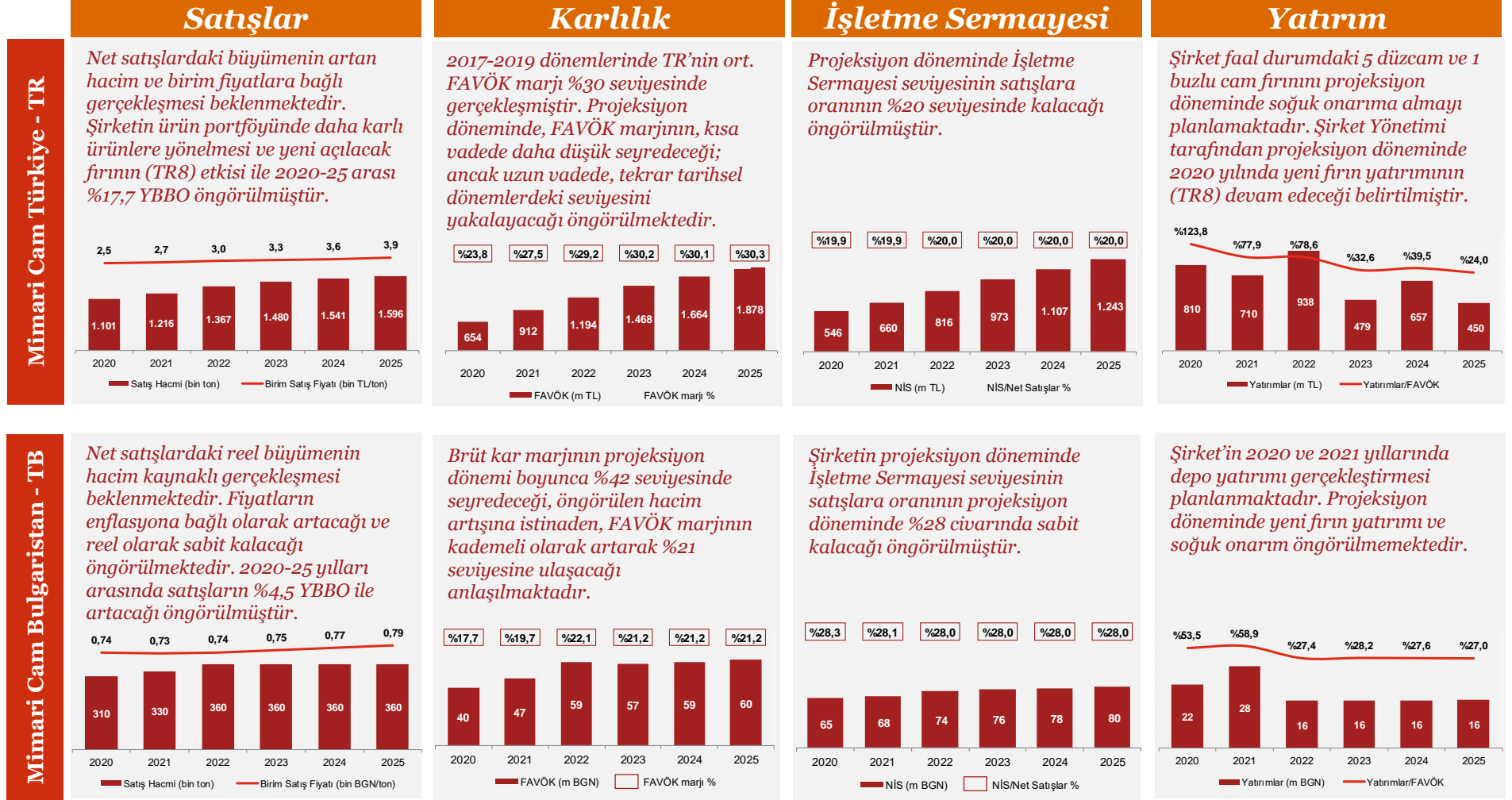


Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

TRKCM

Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar (1/6)

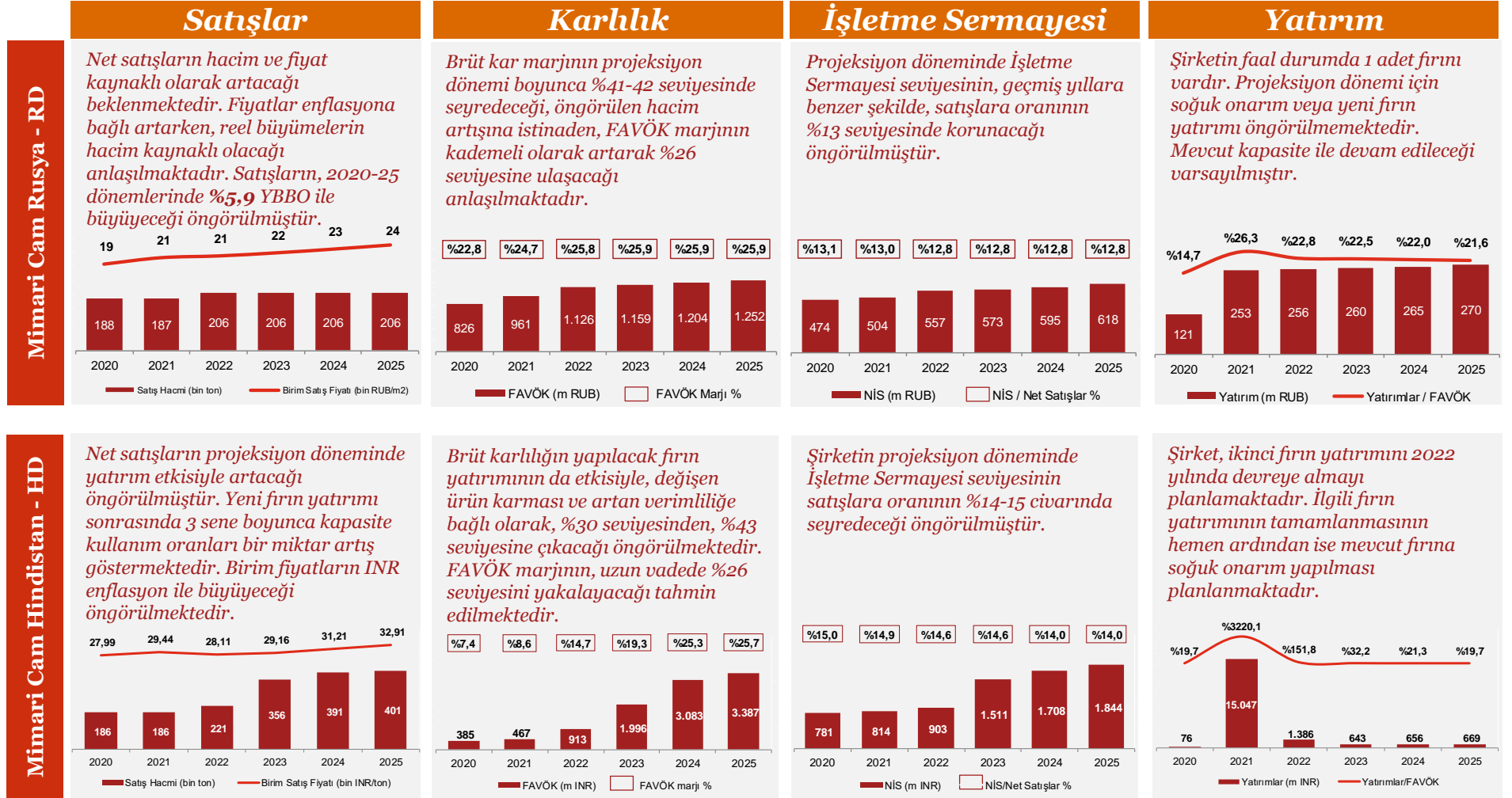
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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

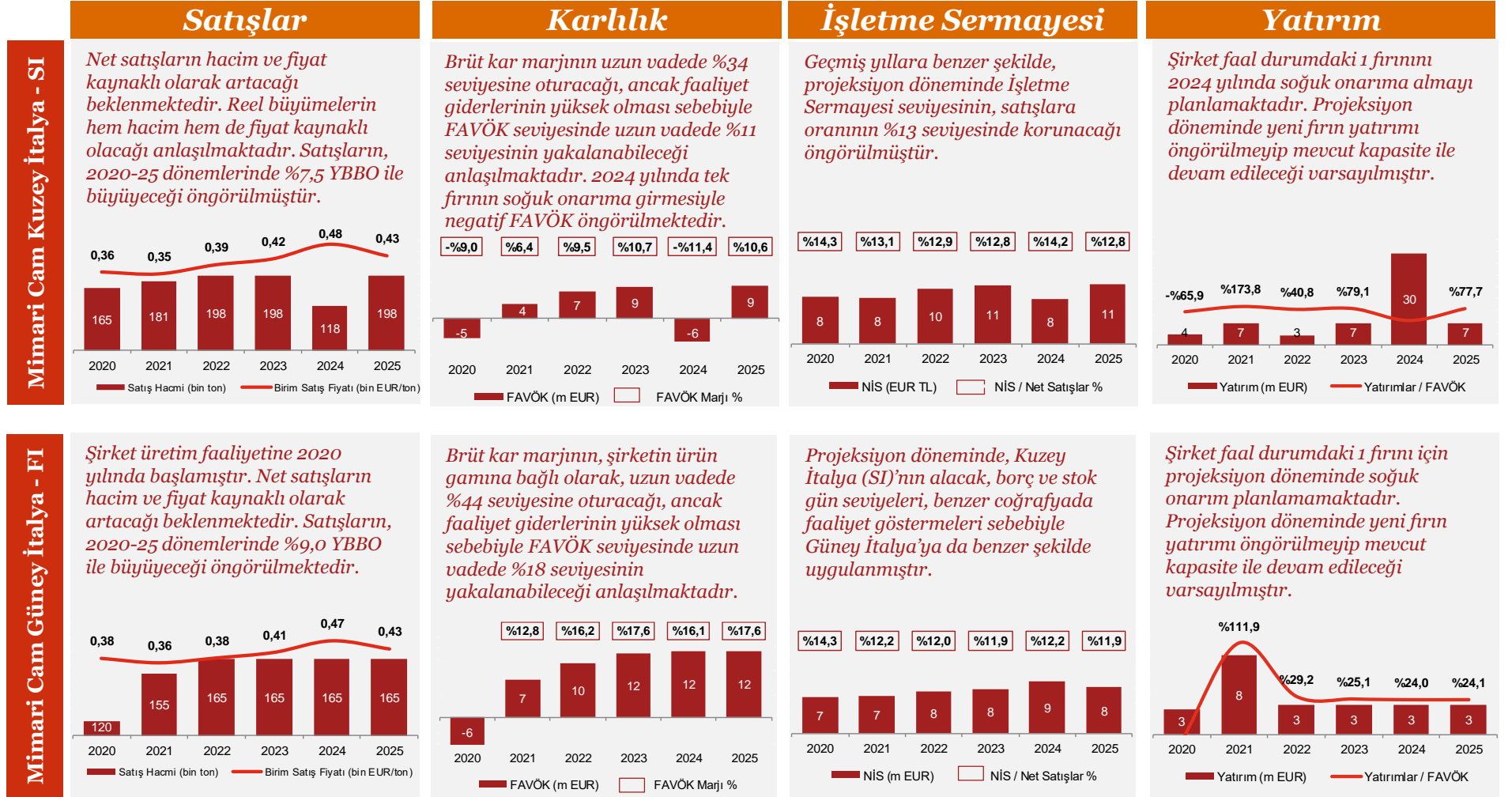
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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

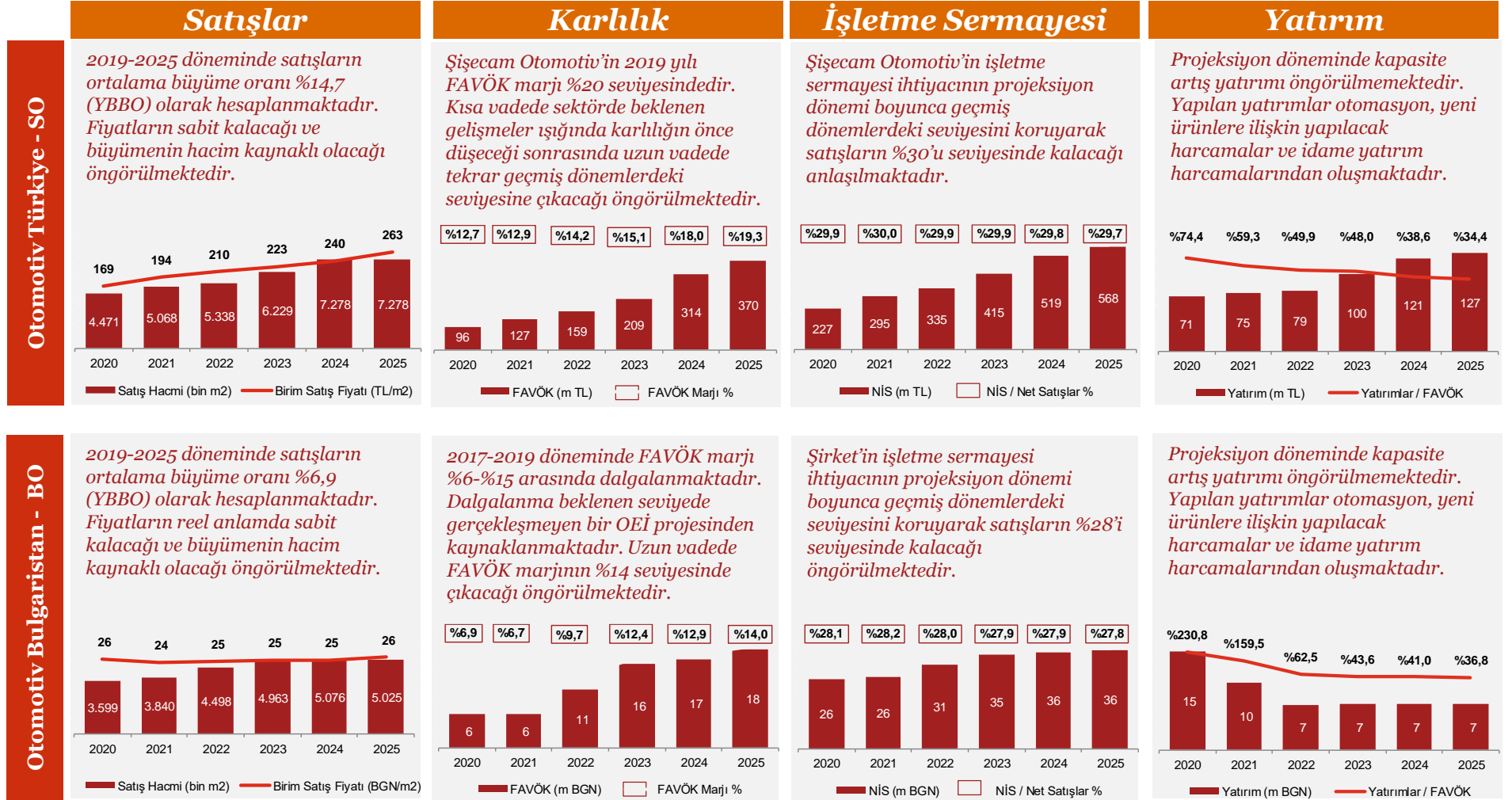
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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

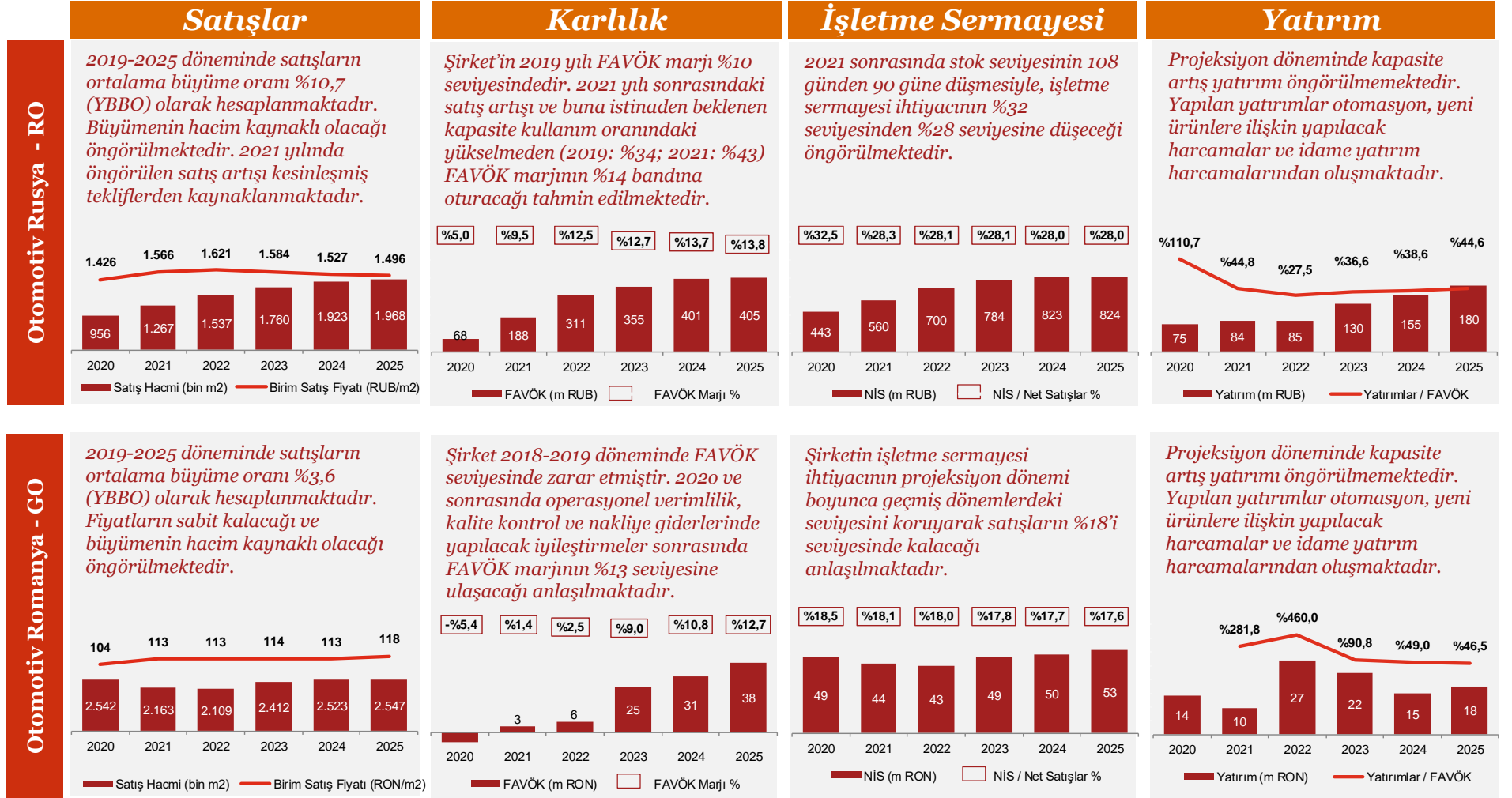
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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

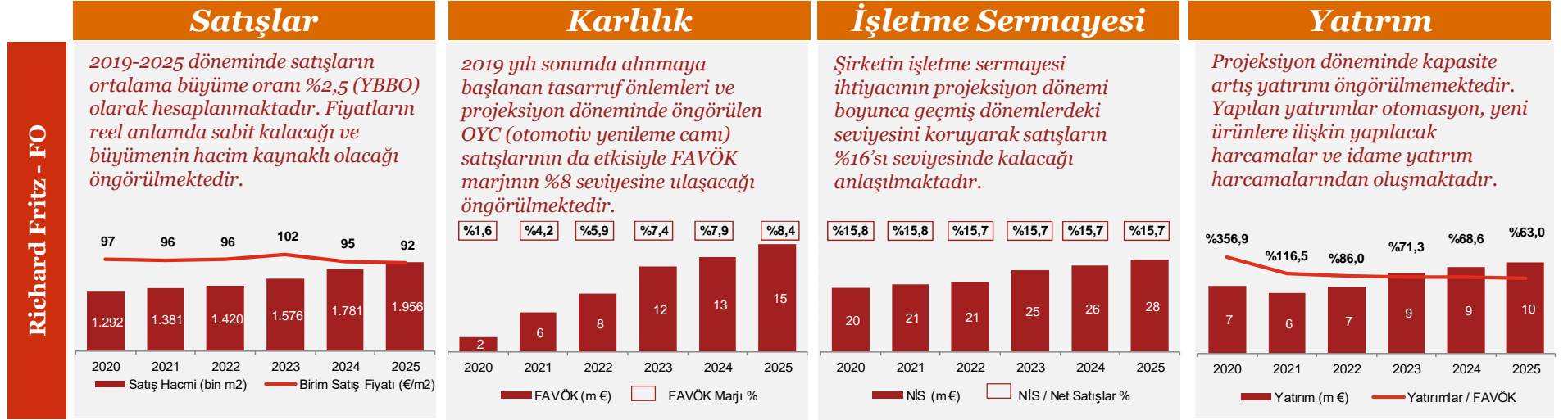
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



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)					Ort.
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	
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

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:

Çayırova 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. Çayırova Cam Sanayii A.Ş. özelinde Net Varlık Yaklaşımı kapsamında yapılan düzeltmeler, hesaplamaya dahil edilmiştir.

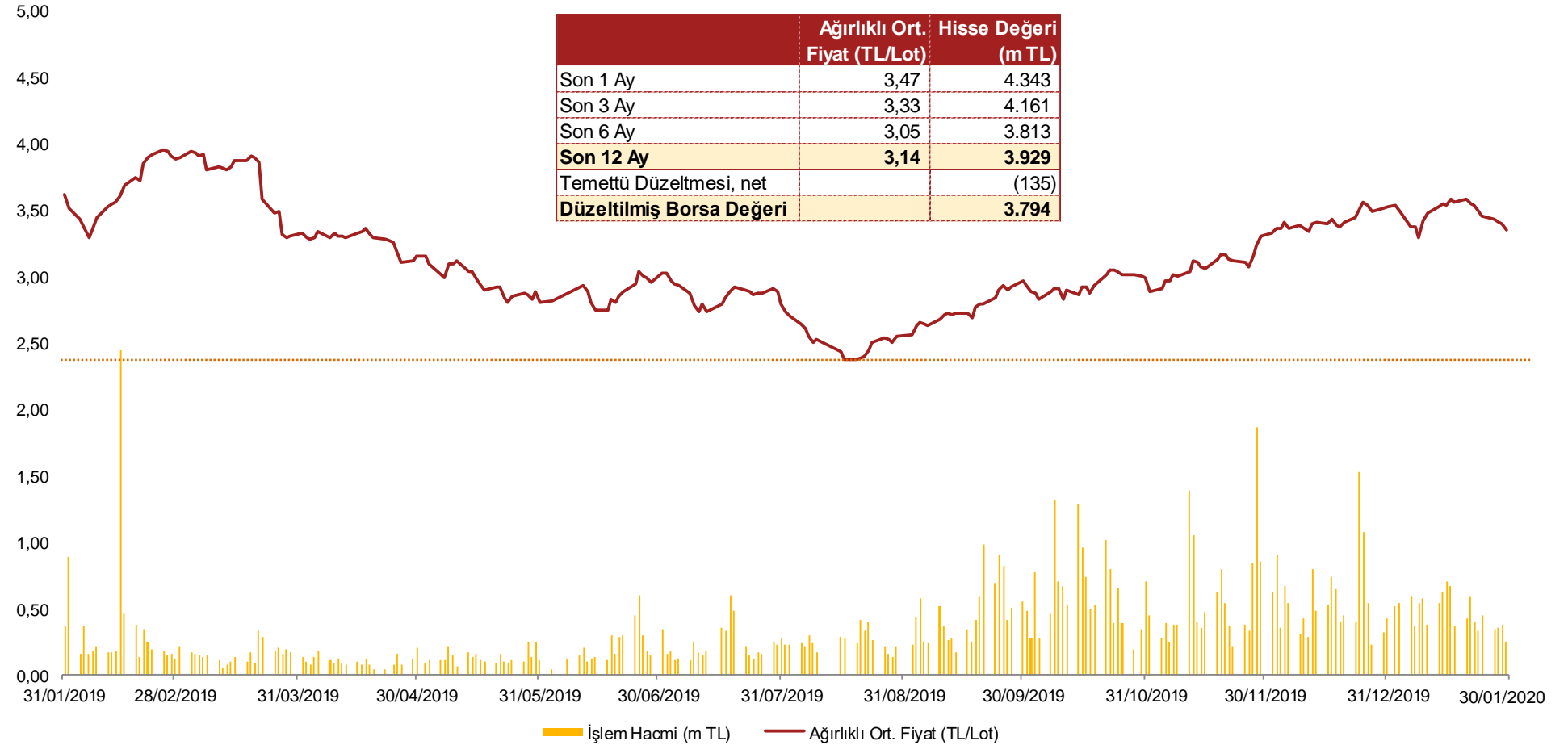
Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

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)

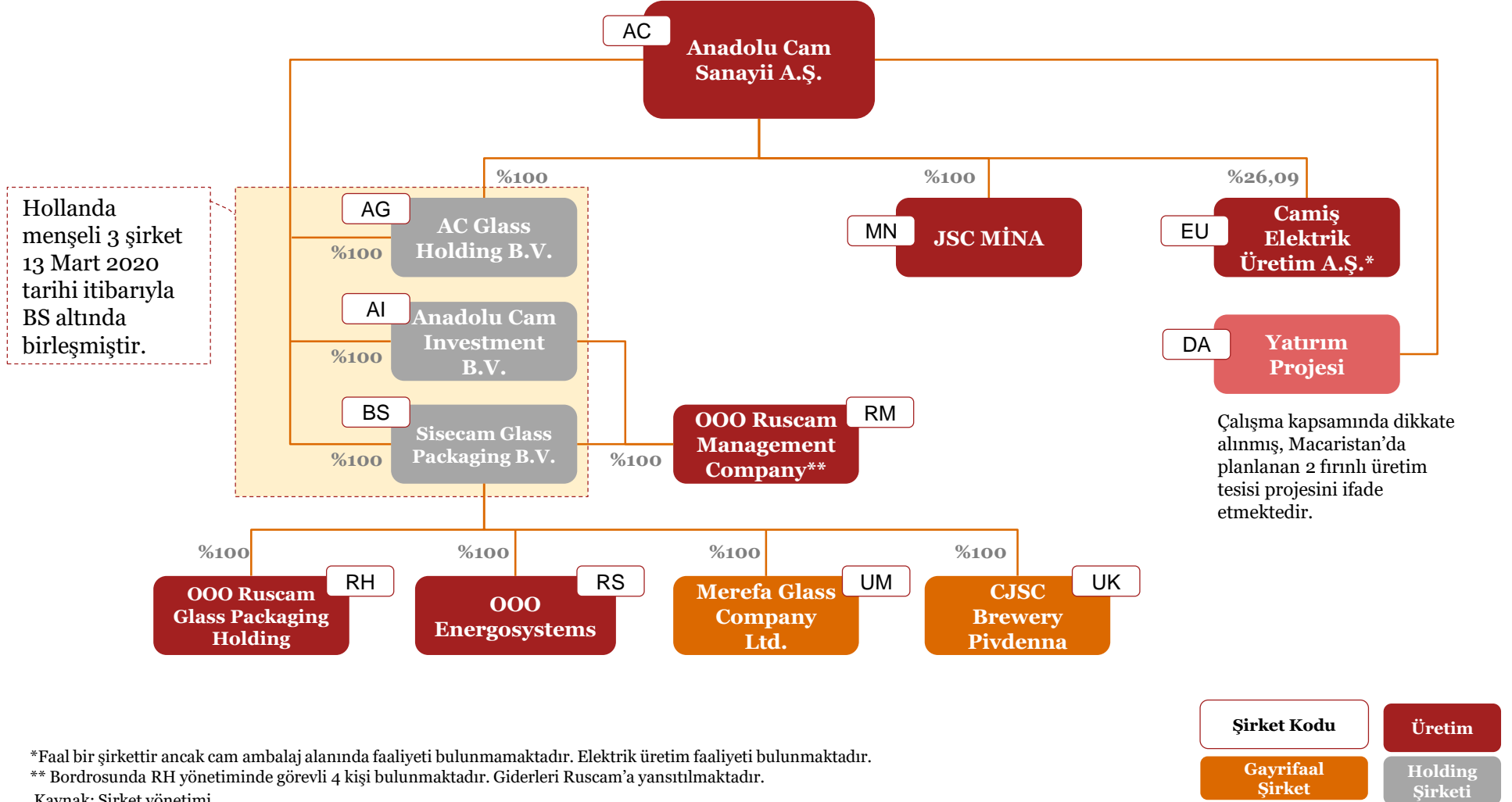


Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

ANACM

ANACM Ortaklık Yapısı

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



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 ulaşmamışlardır. 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 değerlendirme 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 değerlendirme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabilmesine dair Şirket yönetiminin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Yapılan projeksiyona dayalı olarak vergi varlıklarının değeri tahmin edilmiş ve hisse değeri düzeltmesi olarak değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışma yapılırken şirketlerin faaliyette buldukları 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 ($4,70 \times (1-\%20)$) katı olacağını varsayılmaktadır. Farklı değerlendirme yöntemleri altında, A ve B Grubu hisselerine farklı değerler yansıtılmıştır. İlgili hesaplamaların detayları raporun 153, 154 ve 155. sayfalarında sunulmuştur.

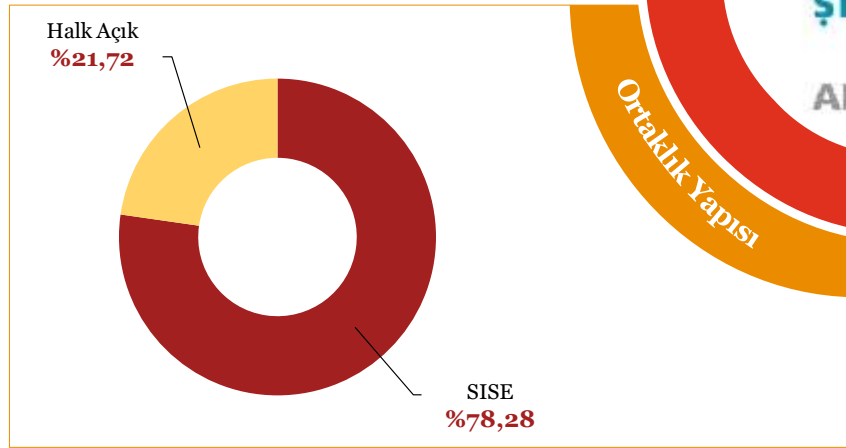
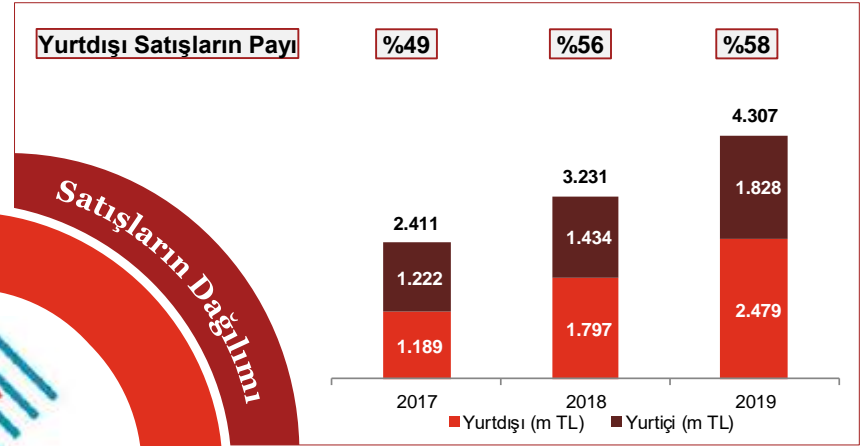
COVID-19 Salgınının Değerleme Sonuçları Üzerindeki Etkisi

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
Pokrovskiy	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*

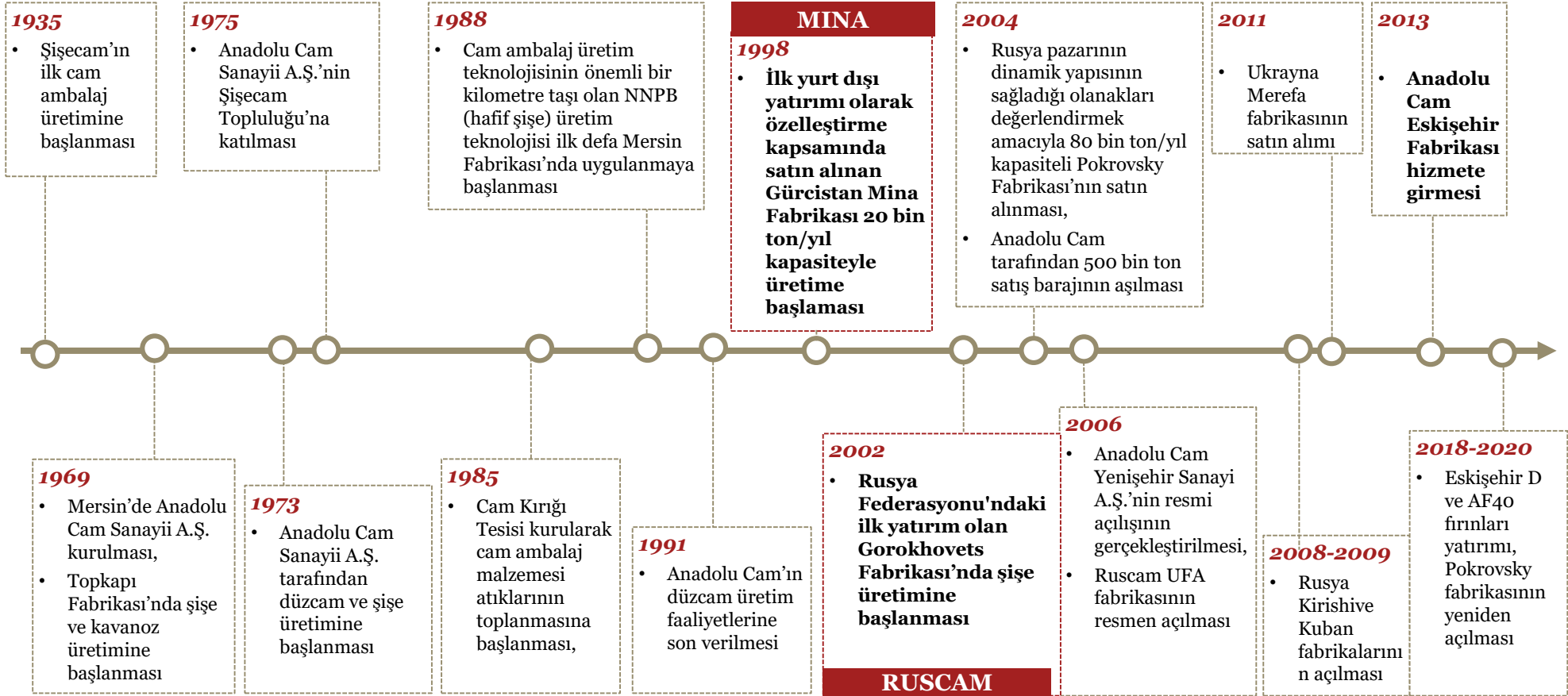
(m TL)	2017	2018	2019
Net Satışlar	2.411	3.231	4.307
Değişim, (%)	32%	%34	%33
FAVÖK	544	801	1.129
FAVÖK Marjı, (%)	%23	%25	%26
Ana Ortaklık Payı	1.892	2.309	2.826
Özsermaye	1.892	2.309	2.826

* 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



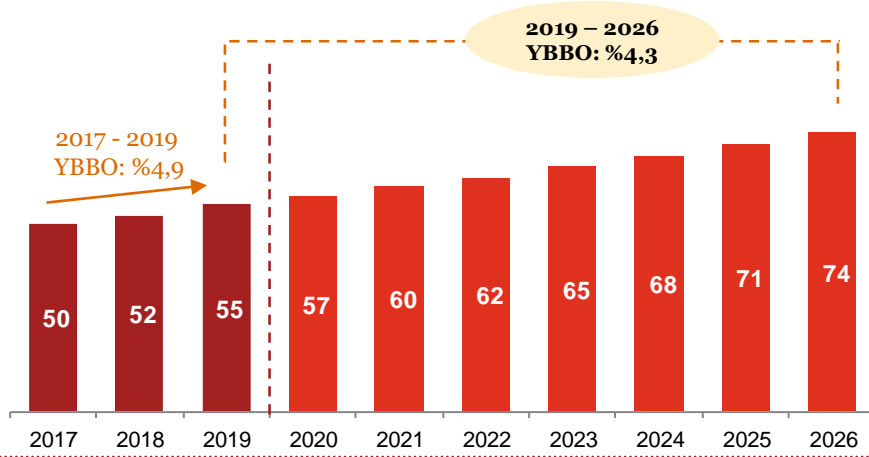
- Gıda, su, maden suyu, meşrubat, meyve suyu, süt, bira şarap ve diğer yüksek alkollü içecekler ile ecza ve kozmetik sektörlerine çeşitli hacim ve renklerde cam ambaj üretmektedir.
- Öne çıkan ürün tasarımları sayesinde 2019 yılında, Türkiye İhracatçılar Meclisi, Word Packaging Organization ve Red Dot-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

Kaynak: Şirket Yönetimi

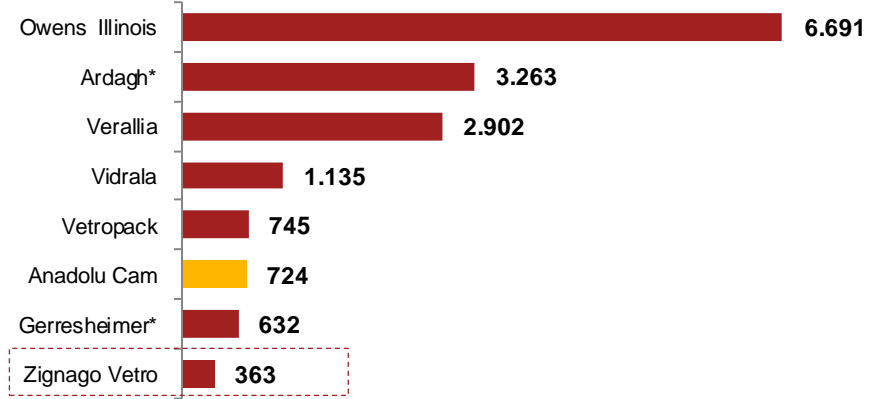
Küresel Cam Ambalaj Pazarı

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 \$)

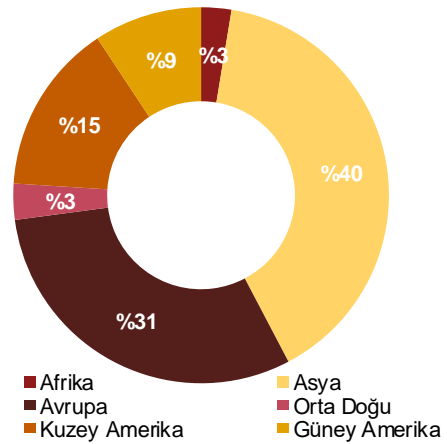


Küresel Oyuncular Satış Gelirleri 2019 (m \$)

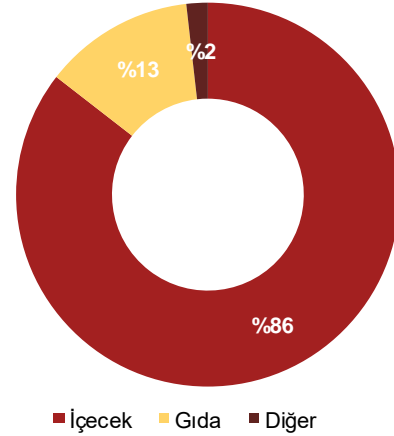


*Sadece cam ambalaj faaliyetleri ile gelirleri dikkate alınmıştır.

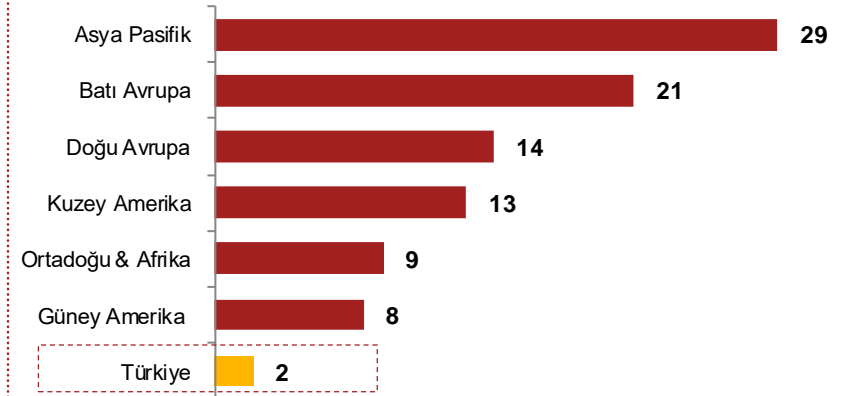
Bölgesel Bazda Dağılım (2019)



Sektörel Bazda Kırılım (2019)



Bölgesel Üretim Kapasitesi (m ton)

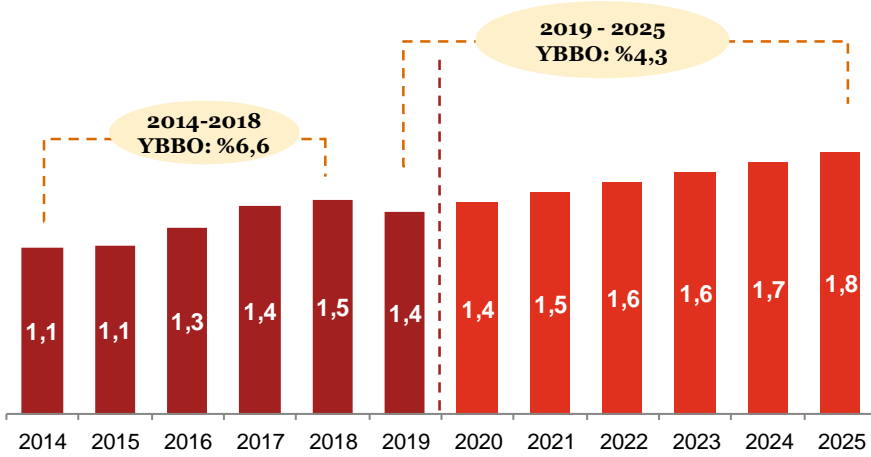


Kaynak: Capital IQ, Şirket Yönetimi, PwC Analizi

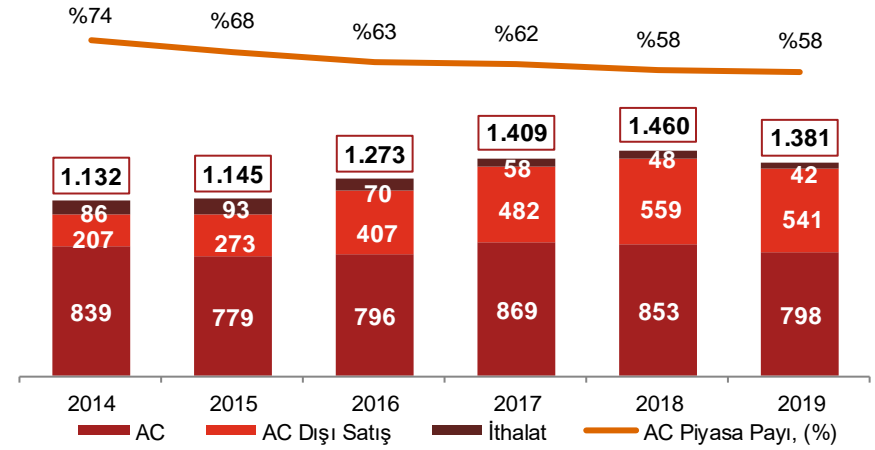
Türkiye Cam Ambalaj Pazarı

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.

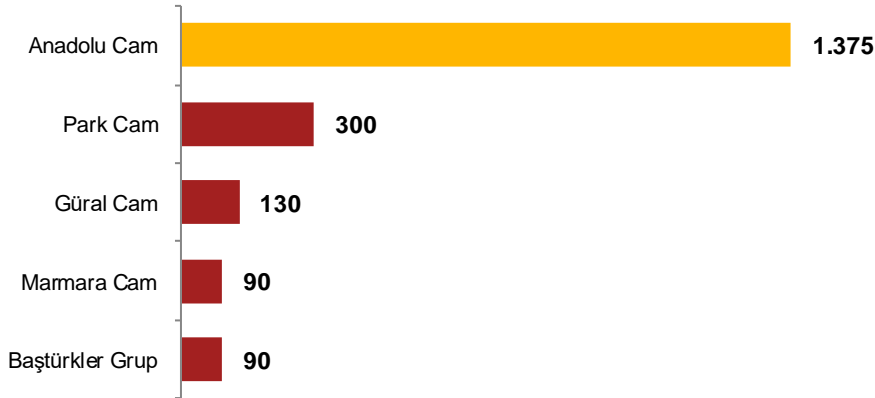
Türkiye Cam Ambalaj Sektörü (m ton)



Türkiye Cam Ambalaj Sektörü (bin ton)

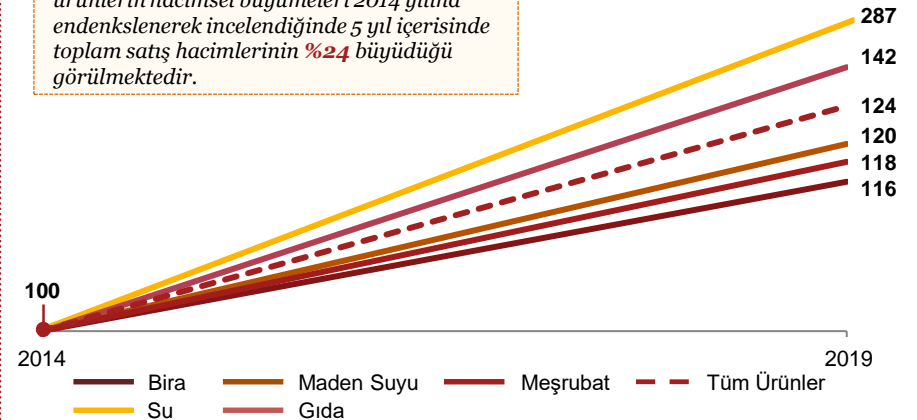


Türkiye'deki Cam Ambalaj Üretim Kapasitesi 2019 (bin ton)



Türkiye Cam Ambalaj Sektörü Ürün Endeksi

Türkiye'de satılan cam ambalaj sektöründeki ürünlerin hacimsel büyümeleri 2014 yılına endeksenerek 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

1 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.

2 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.

3 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.

4 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.

5 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.

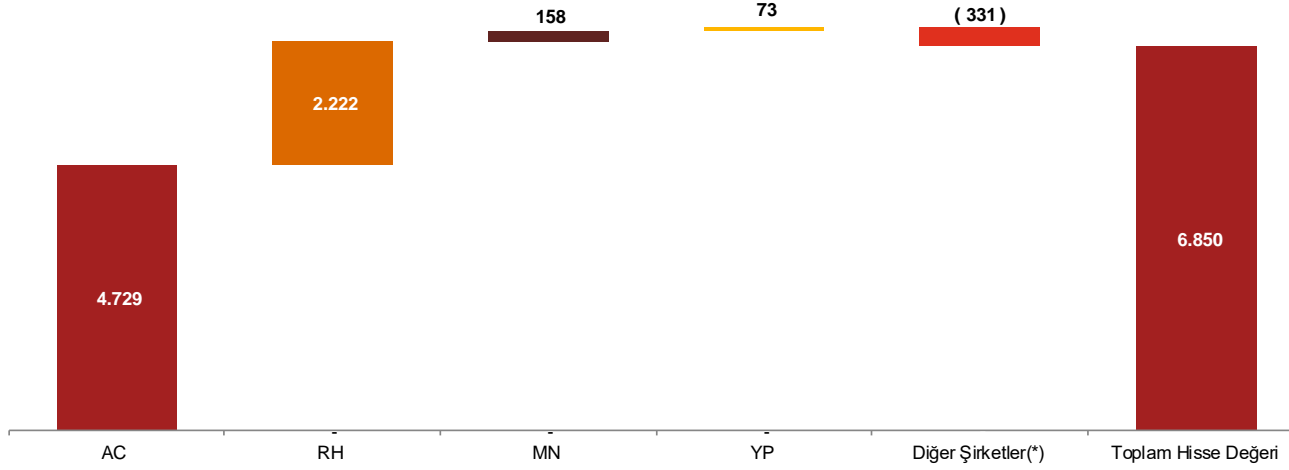
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

ANACM

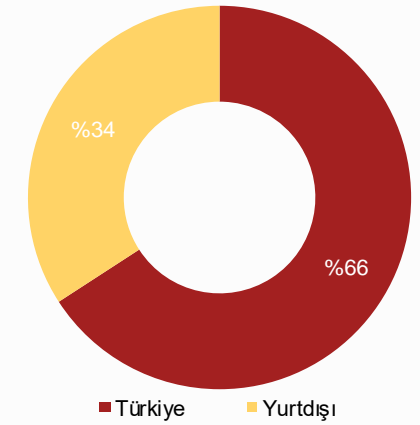
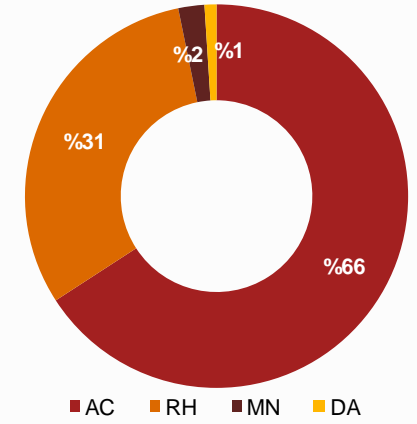
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme 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

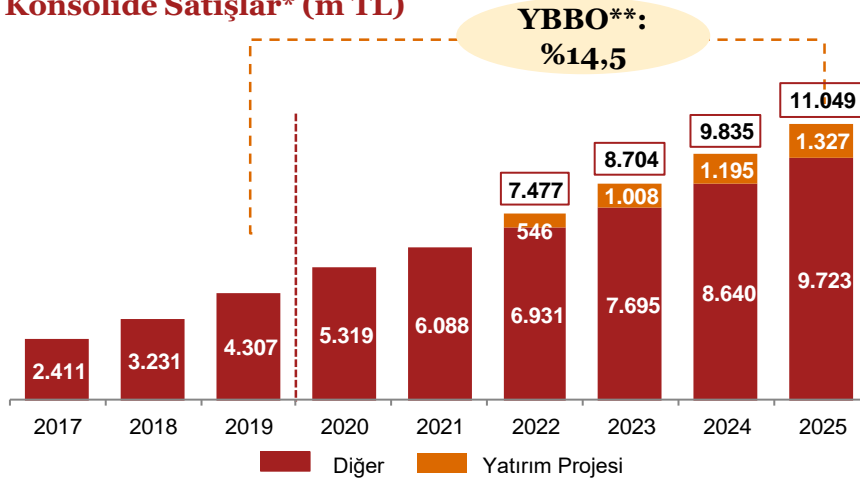
* Diğer Şirketler; Camiş Elektrik ve üretim faaliyeti olmayan, özel maksatla kurulmuş ya da gayriaktif şirketlerdeki bağlı ortaklık sermayeleri dışındaki varlık ve yükümlülüklerin bütününi ifade etmektedir.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

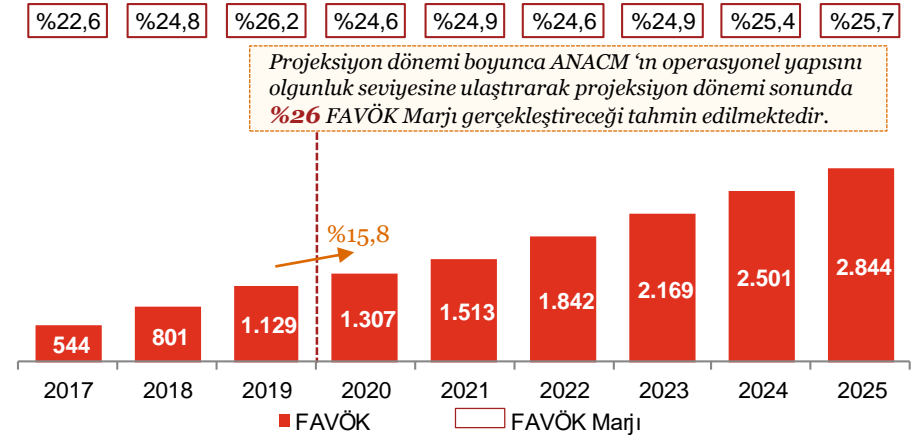
ANACM Gelir Yaklaşımı

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.

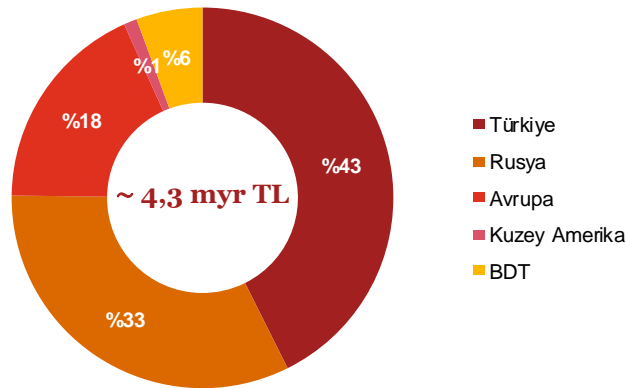
Konsolide Satışlar* (m TL)



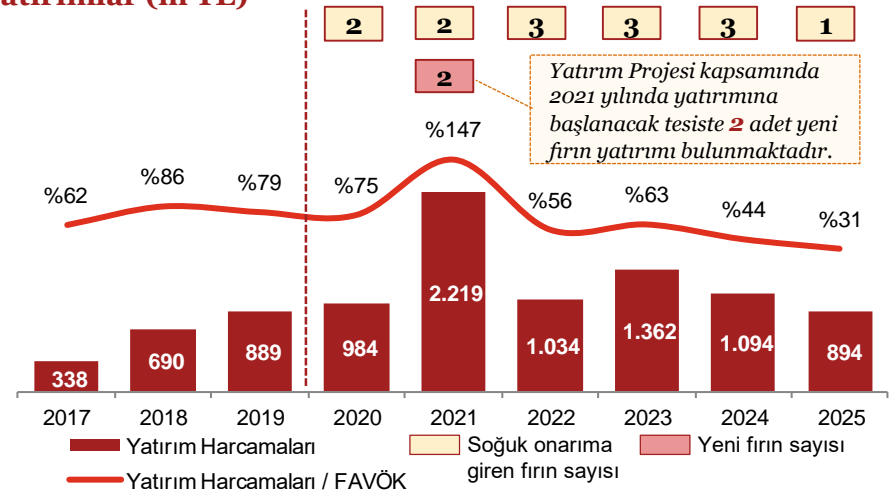
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)



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

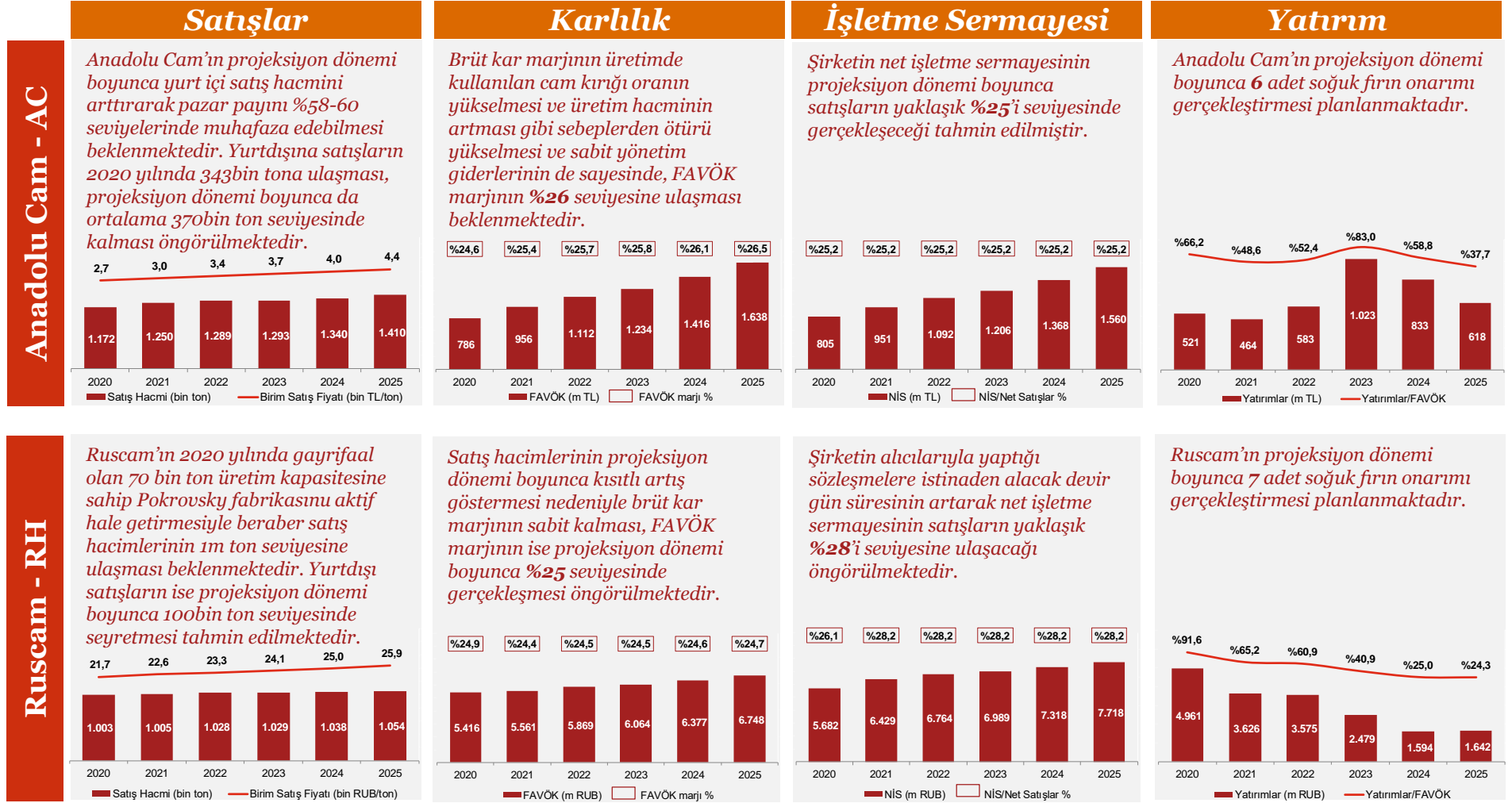
** Yatırım Projesi etkisi hariç.

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.

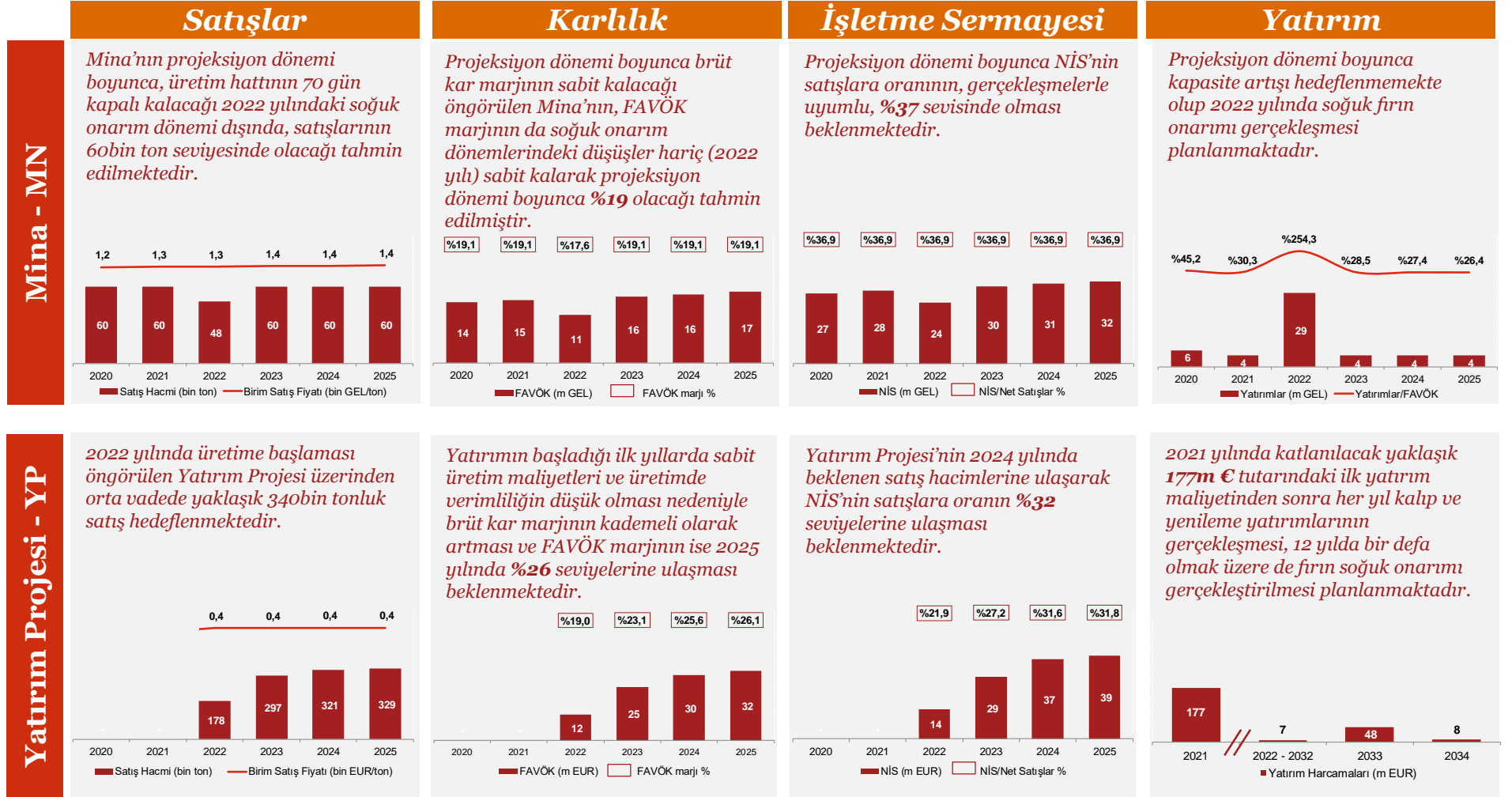


Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM

Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(2/2)

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



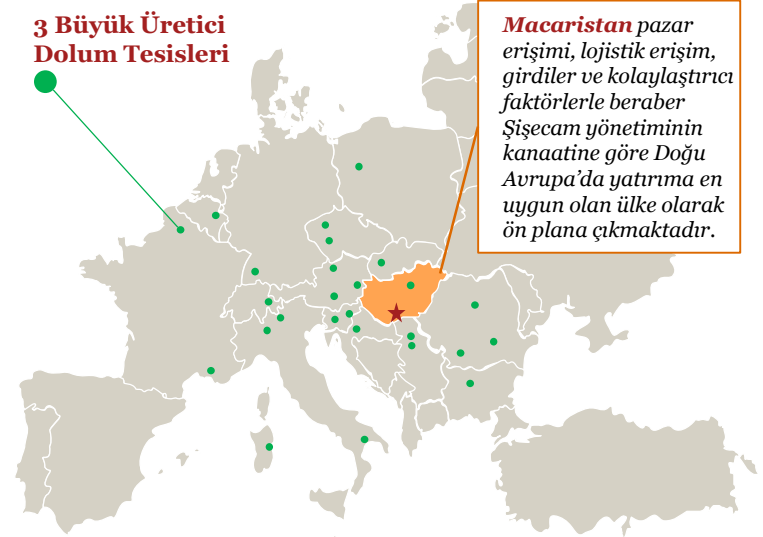
Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

ANACM Yatırım Projesi

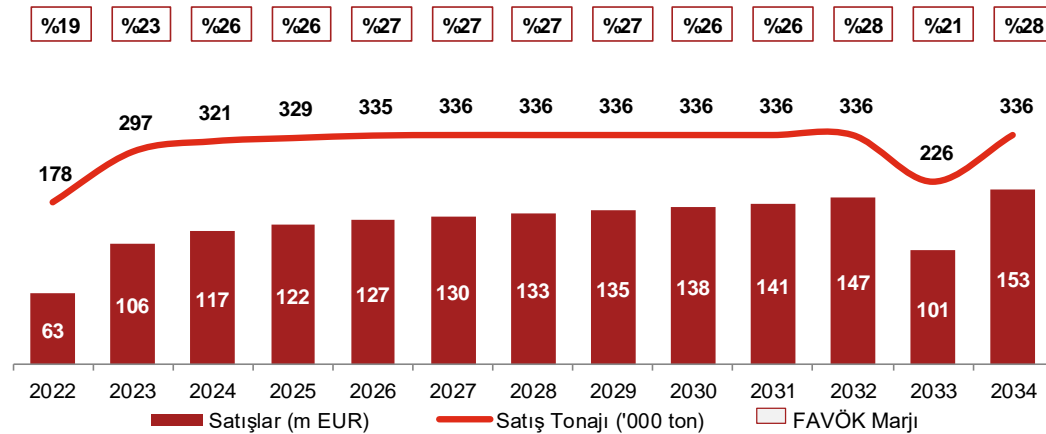
ANACM, Avrupa pazarında daha etkin rol oynayabilmek adına Doğu Avrupa'da üretim tesisi yatırımı yapmayı planlamaktadır. Yapılması planan üretim tesisinin yoğunluklu olarak bira ve gıda sektörüne üretim yapması hedeflenmektedir. ANACM yönetimi henüz hedeflenen müşterilerle kesin bir anlaşma olmamasına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



3 Büyük Üretici Dolum Tesisleri



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



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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, değerlendirme 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)
Risikten 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.

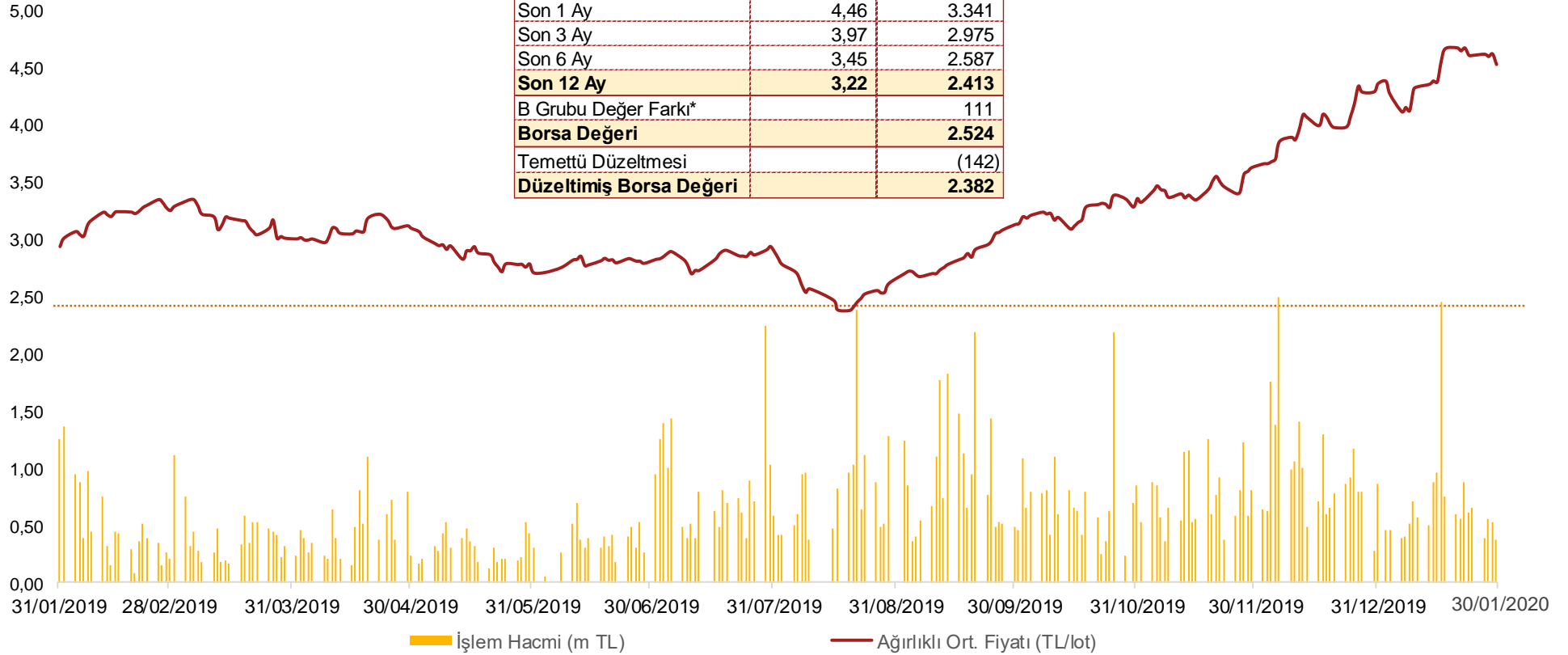
ANACM Borsa Değeri

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 hesaplamaya 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)

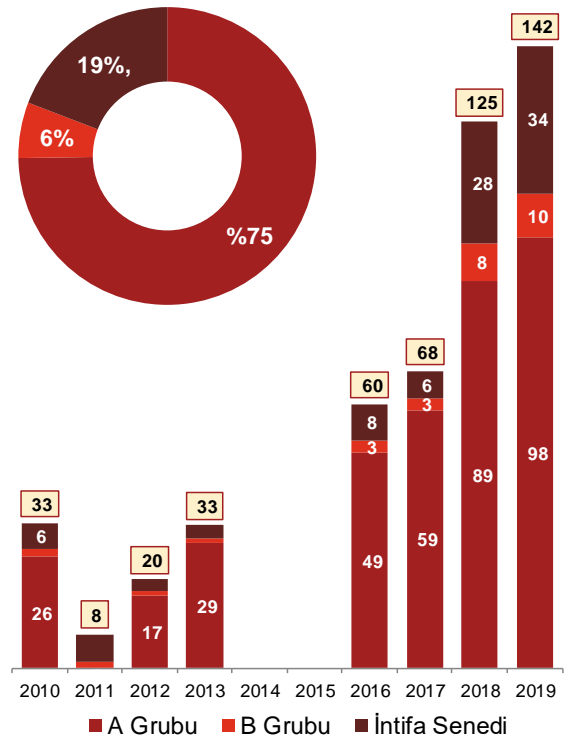
Şirket esas sözleşmesine göre ANACM'nin üç farklı hisse grubu bulunmaktadır. B Grubu ve Kurucu İntifa Senetleri, çoğunluk hisseleri oluşturan A Grubu'ndan kar dağıtım seviyesinde farklı imtiyazlara sahiptir.

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	<ul style="list-style-type: none"> Bulunmamaktadır. 1. ve 2. kar payı içerisinde toplam çıkarılmış sermaye içerisindeki payı kadar kâr hakkı vardır. 	<ul style="list-style-type: none"> 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. 	<ul style="list-style-type: none"> 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

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 dağıtım kararı almadığı için A ve B grubu paylarına bu yıllarda kar dağıtım 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 gösterilmiştir. Geçmiş 10 yılda dağıtılan nakit kar payları dikkate alındığında B Grubu hissedarlarının A Grubu hissedarlarına göre 4,7 kat (likidite iskontosunu sonrası 3,8) daha fazla kar payı aldıkları anlaşılmıştır.

Bazı yıllarda kar payı dağıtılmamıştır. 2011 yılında kar dağıtımını bedelsiz hisse dağıtımını 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.

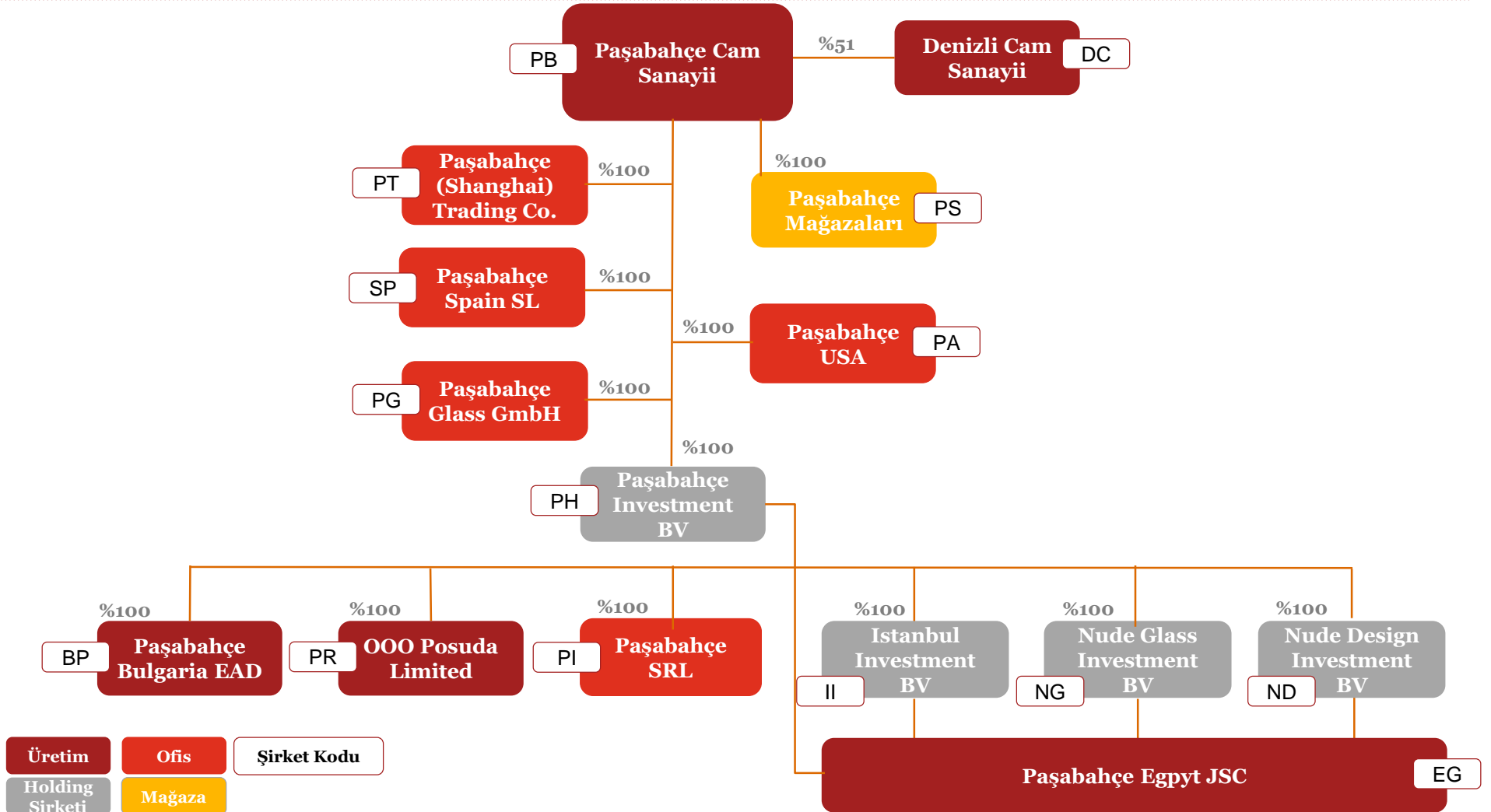
Tablo I'de Borsa Değeri altında, sadece A Grubu hisselerinin değeri yansıtılmıştır çünkü sadece A Grubu hisseleri borsada işlem görmektedir ve gerçekleşen piyasa fiyatları A Grubu'nun değerini temsil etmektedir. Tablo II'de Borsa Değeri hesaplanırken, imtiyazlı B Grubu hisselerinin değer farkı yansıtılmıştır. 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.



* Yüzdeler 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 gerçekleştirme 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 randımına 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 tedarikinin 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, değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olmayan yeni mağazalardan yaratılacak nakit akımlarının dikkate alınması göz önünden bulundurularak, %1,0 oranında iş risk primi değerlendirme çalışmasında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasına 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 değerlendirme 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.

Holdings Şirketleri (PH, II, ND, NG)

Holdings 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 değerlendirme 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	Yatırım
		Mali Zararı (m)	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 kullanılabilirliğine 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 buldukları 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.


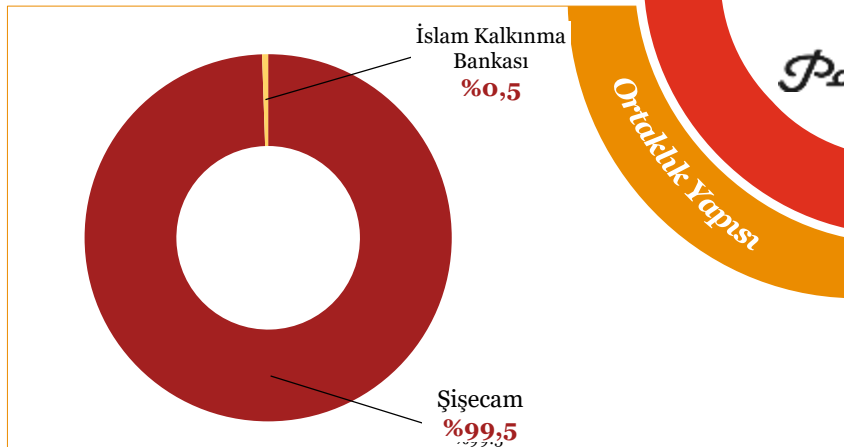
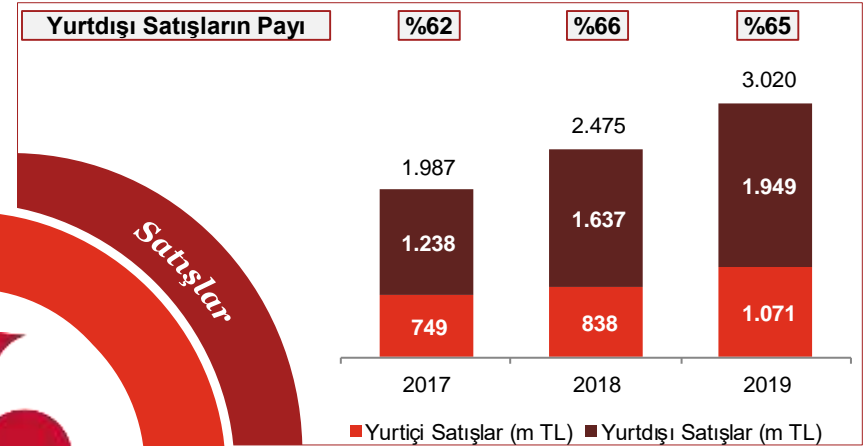
COVID-19 sonrası toparlanmanın 2021 yılında da devam etmesi, 2022 ve sonrasında ise COVID-19 öncesinde beklenen satış ve karlılık seviyelerinin tekrar yakalanması beklenmektedir. Gelir Yaklaşımı kapsamında yapılan şirket bazlı projeksiyonlarda bu etki dikkate alınmıştır.

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

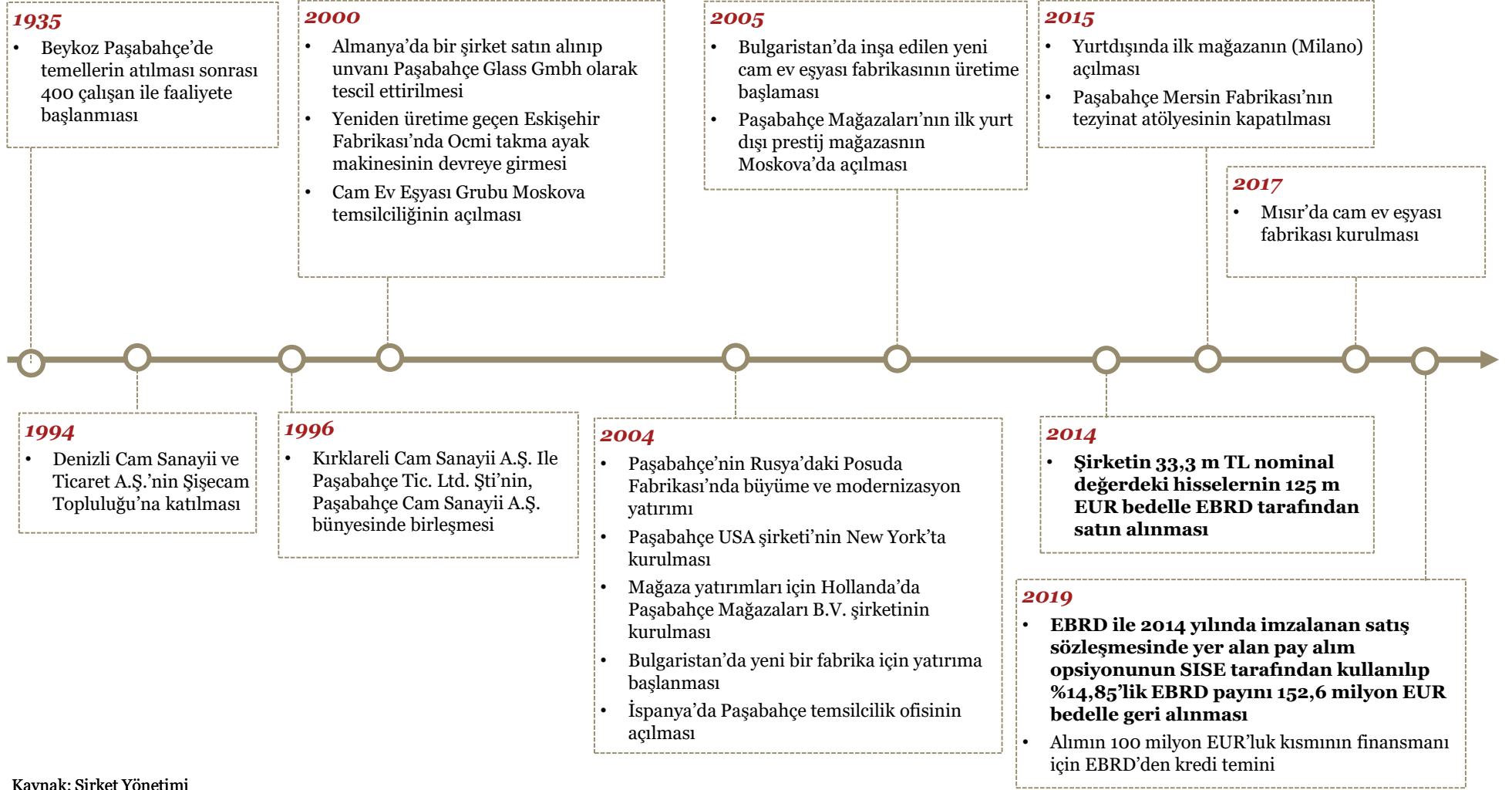
Finansal Göstergeler

m TL	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

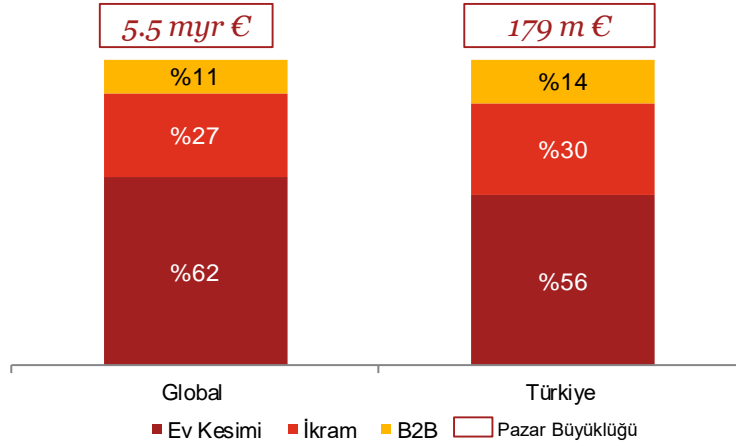
Kaynak: Şirket Yönetimi

PASAB

Kanal Bazlı Satışlar ve Pazar Payı

PASAB; Ev Kesimi, İkram, B2B olarak 3 ana satış kanalı üzerinden 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

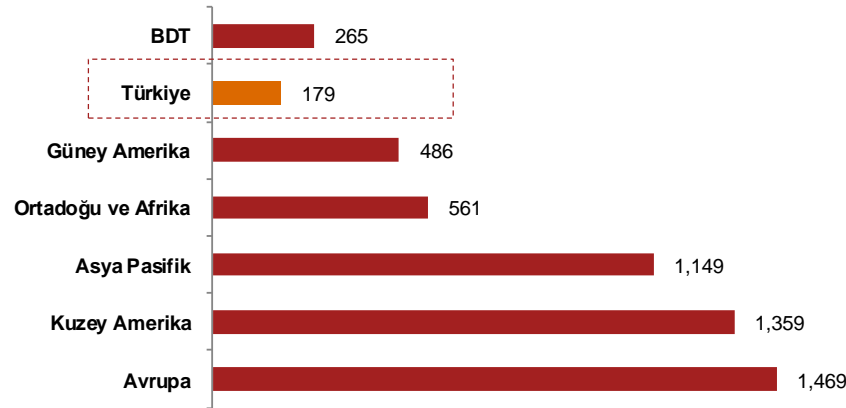


B2B kurumsal firmalara (Coca-Cola, McDonalds vb.) yapılan satışları ifade etmektedir. Firmaların müşterilerine promosyon olarak verdiği cam ürünlerin satışları bu kanal altında takip edilmektedir.

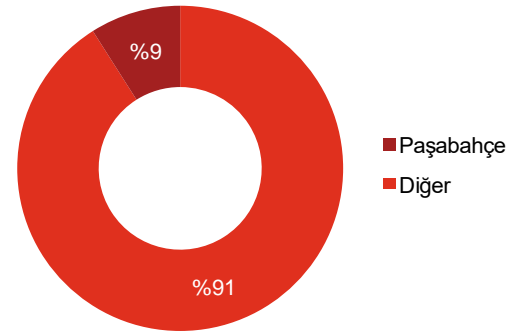
İkram kanalı müşteri portföyü olarak büyük otel zincirlerini, restoranları ve yeme-içme sektöründe faaliyet gösteren işletmeleri kapsamaktadır (Hilton, Divan, Rixos, Turkish Do&Co vb.).

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.).

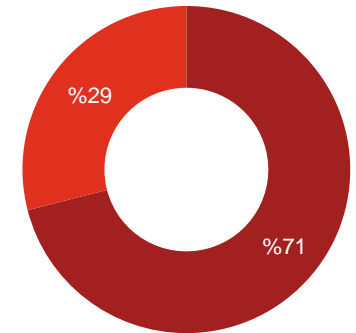
Cam Ev Eşyası Pazar Büyüklüğü (m €) - 2019



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 ("IFRS") 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
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 gerçekleştirilmemiştir. 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
3 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

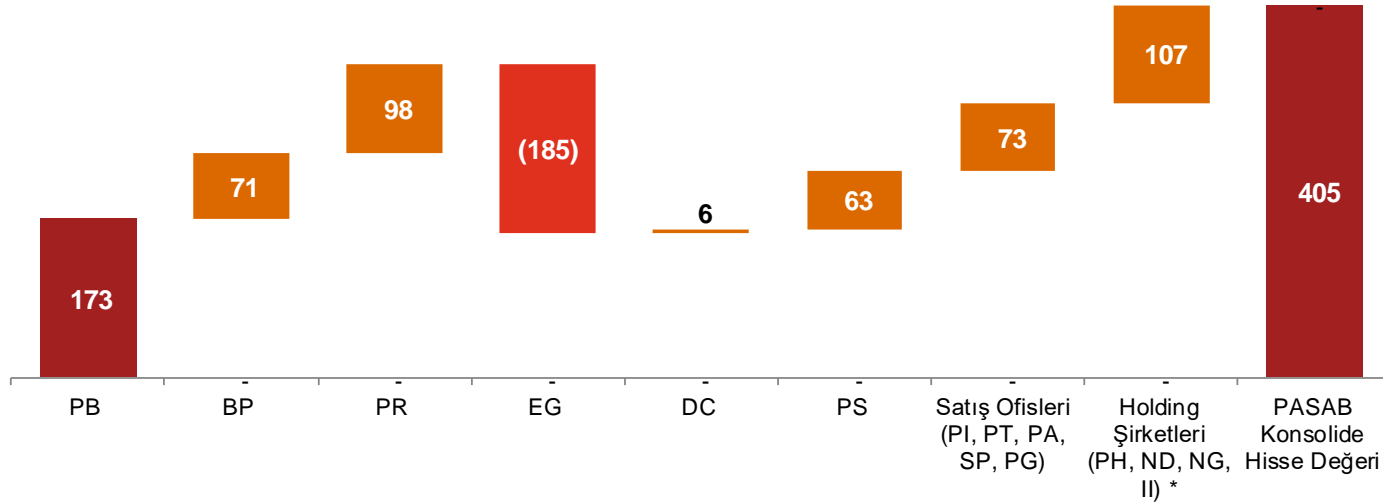
* Gelir yaklaşımına dahil olan şirketlerin toplam efektif şirket değerleri

PASAB

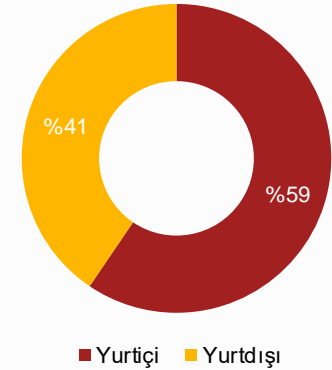
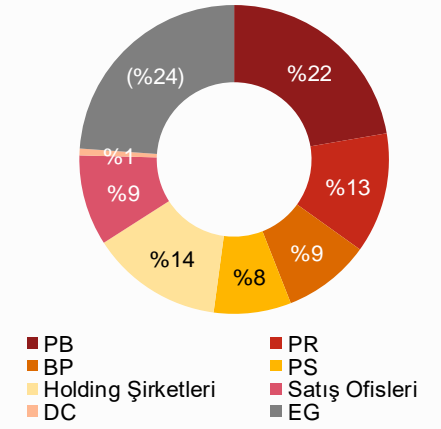
Gelir Yaklaşımı

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
<i>Efektif Hisse Oranı</i>	%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

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

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

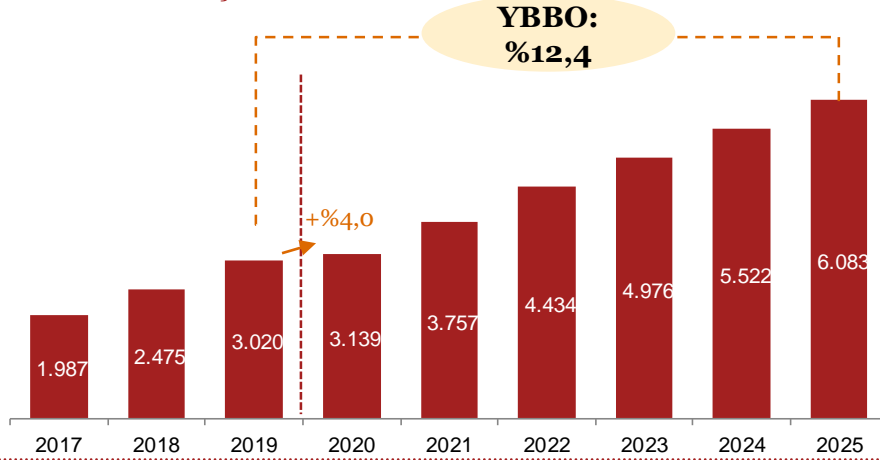
** Yatırım vergi teşviklerinden ve geçmiş dönem zararlarından oluşan vergi varlığı

PASAB

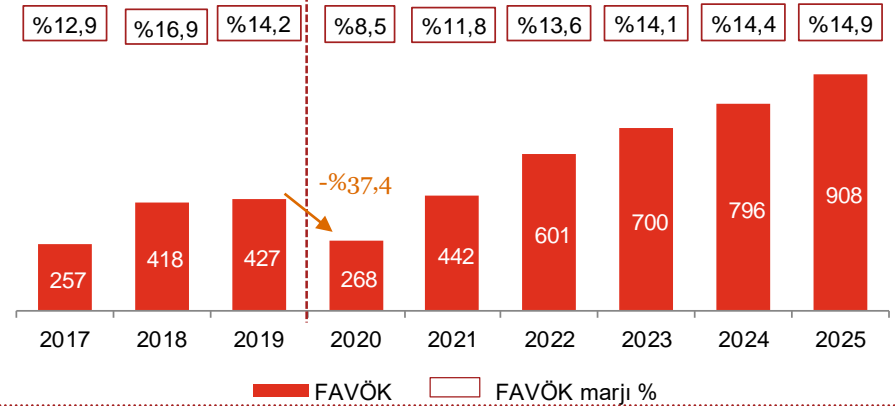
Gelir Yaklaşımı

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.

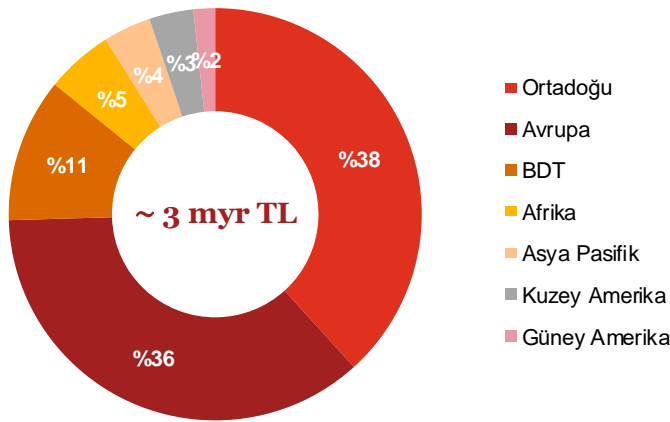
Konsolide Satışlar* (m TL)



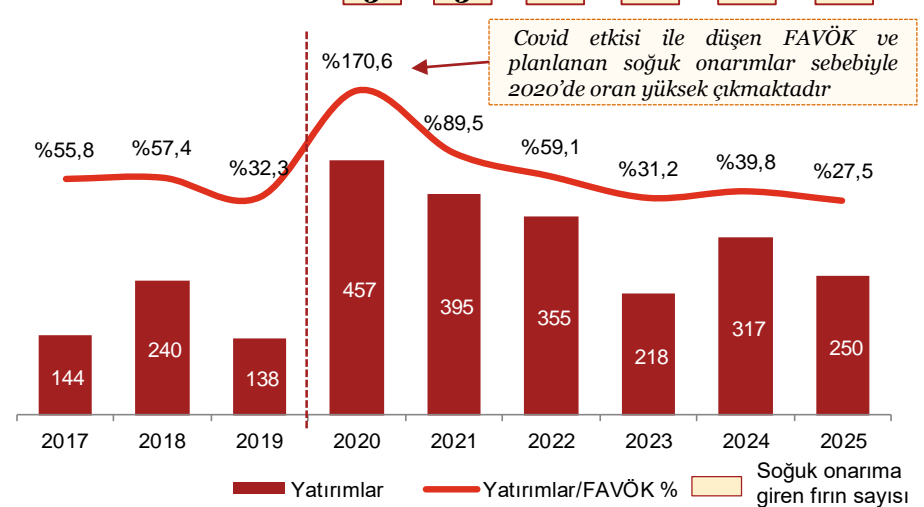
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

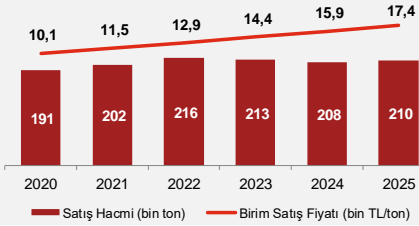
* 2017-2019 dönemleri için TMS/TFRS raporlarda sunulan konsolide tutarlar sunulmuştur.

PASAB**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(1/4)**

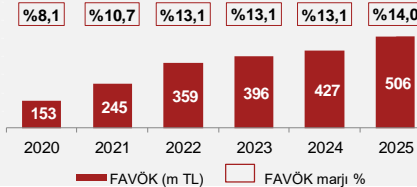
Aşağıdaki tabloda PASAB içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.

Paşabahçe Türkiye - PB**Satışlar**

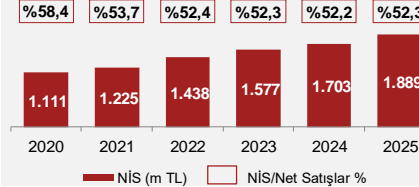
2020 ve 2021'de satış hacminin COVID-19 etkisiyle bütçeye göre sırasıyla %10 ve %5 azalacağı öngörülmüştür. Birim fiyatlarda şirketin daha karlı ürünlerin satışına yönelmesi ve karlılığı artırma hedefi ile 2020-25 arası %11,6 YBBO öngörülmüştür.

**Karlılık**

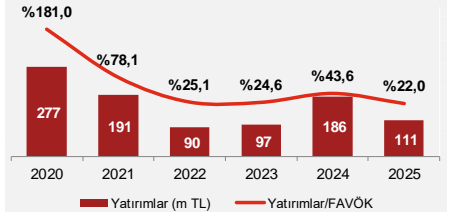
Personel maaşlarında artış haricinde tüm maliyet kalemlerinin enflasyon ile artacağı tahmin edilmiştir. 2020 ve 2021'deki COVID-19 kaynaklı marj düşüşü sonrası daha karlı ürünlerin satışı ve Şirketin global rakiplere kıyasla daha avantajlı konumu ile FAVÖK marjında iyileşme öngörülmektedir.

**İşletme Sermayesi**

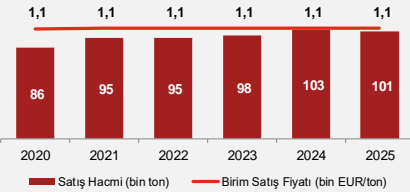
Şirketin stoktan satış yaparak stok seviyesini aşağı çekme planı ve alacak tahsilat kabiliyetini artırmak için attığı adımlar dikkate alınarak İşletme Sermayesi seviyesinin satışlara oranının düşeceği tahmin edilmiştir. Stok ve alacak devir hızının 10 gün azalarak sırasıyla 180 ve 115 güne inmesi beklenmektedir.

**Yatırım**

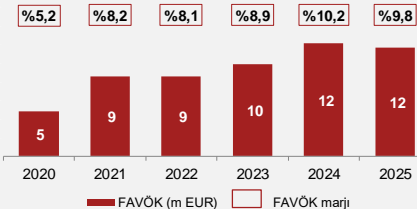
Şirket faal durumdaki **5 fırını** 2020 (2), 2021 (2) ve 2024 (1) yıllarında soğuk onarıma almayı planlamaktadır. Projeksiyon döneminde yeni fırın yatırımı öngörülmeyip mevcut kapasite ile devam edileceği varsayılmıştır.

**Paşabahçe Bulgaristan BP**

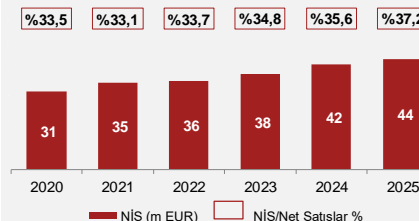
Net satışların projeksiyon döneminde **EUR enflasyon** ile büyüyeceği öngörülmüştür. Satış tonajının 2020 ve 2021'de COVID-19 etkisiyle bütçeye göre sırasıyla %10 ve %5 azalması öngörülmüştür. 2021 sonrası ise soğuk onarımlar nedeniyle yaşanan düşüşler hariç stabil kalacağı tahmin edilmiştir.



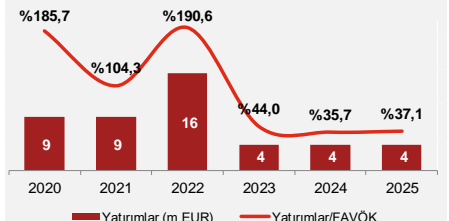
Satışların maliyetinin enflasyon ile büyüyeceği öngörülmüştür. FAVÖK karlılığının projeksiyon döneminde normal şartlarda %9-10 civarı olacağı tahmin edilmiştir. 2020 ve 2021'de COVID-19 kaynaklı, 2022'de soğuk onarım kaynaklı marj düşüşü öngörülmüştür.



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.



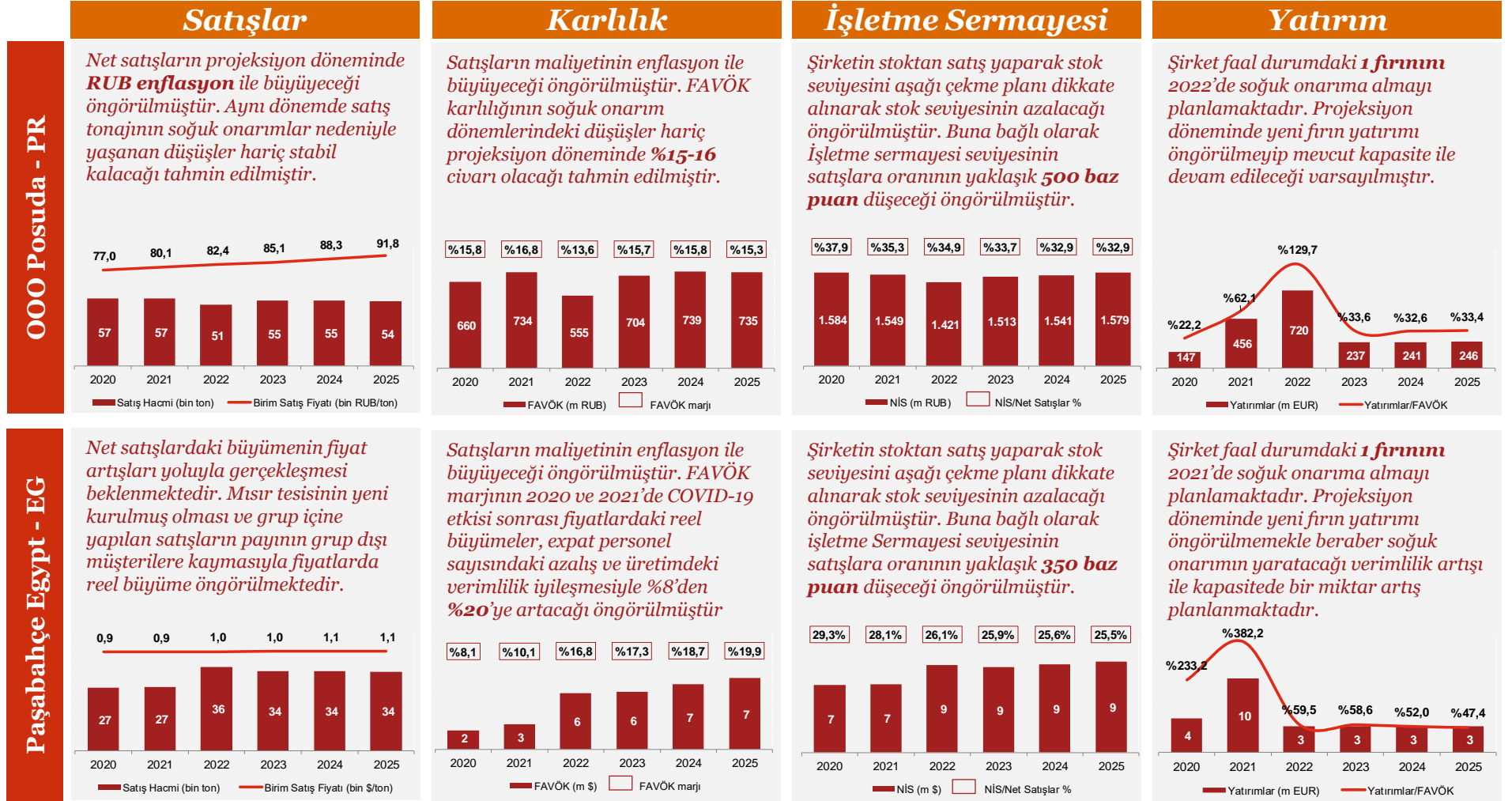
Şirket faal durumdaki **2 fırını** 2021 ve 2022'te soğuk onarıma almayı planlamaktadır. Projeksiyon döneminde yeni fırın yatırımı öngörülmeyip mevcut kapasite ile devam edileceği varsayılmıştır.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

PASAB**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(2/4)**

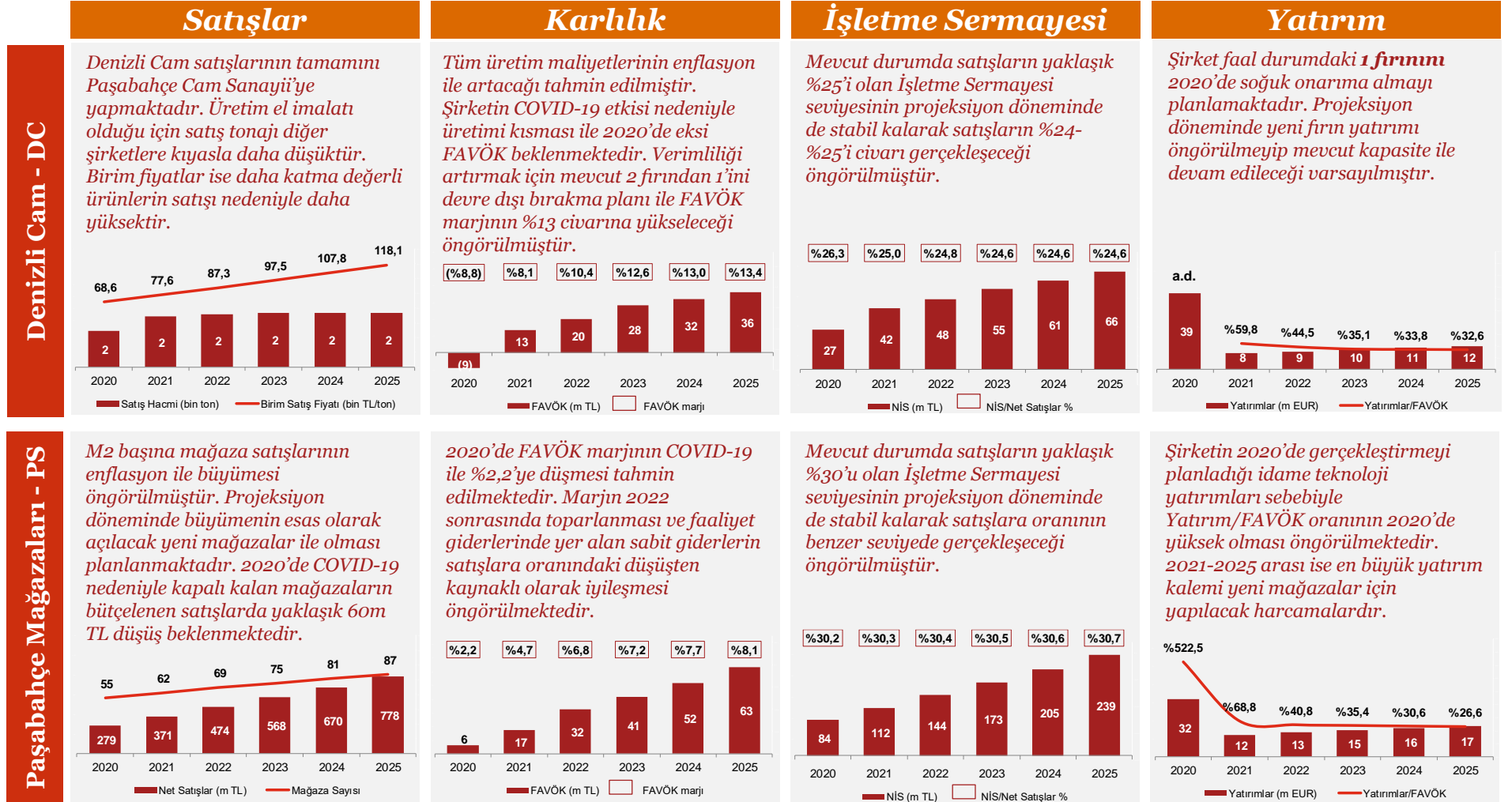
Aşağıdaki tabloda PASAB içinde yer alan ve indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



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.

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		İskonto Oranı
	ŞD / FAVÖK (x)		ŞD / FAVÖK (x)		
	FY15-FY19 Ortalama		FY15-FY19 Ortalama		
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

PASAB halka açık olmamasına rağmen kullanılan değerlendirme 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.

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

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

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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)
Brüt Kar	12	15	18
2 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.

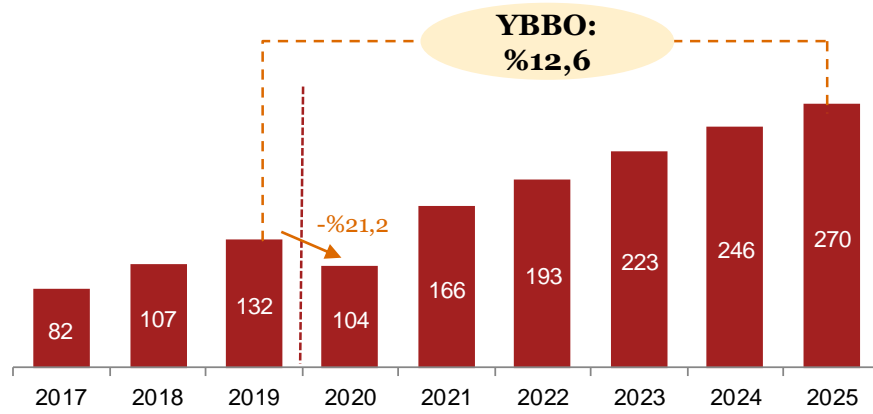
Değerleme Yöntemleri	Hisse Değeri	Açıklama
Gelir Yaklaşımı 	11 m TL	“İndirgenmiş Nakit Akımı” yöntemi kullanılarak, DENCM'nin fonksiyonel para birimi olan TL üzerinden 2020-2025 yıllarını kapsayacak şekilde hazırlanan projeksiyonlar baz alınarak hesaplanmıştır.
Piyasa Yaklaşımı 	23 m TL	Operasyonel ve 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/TFRS 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

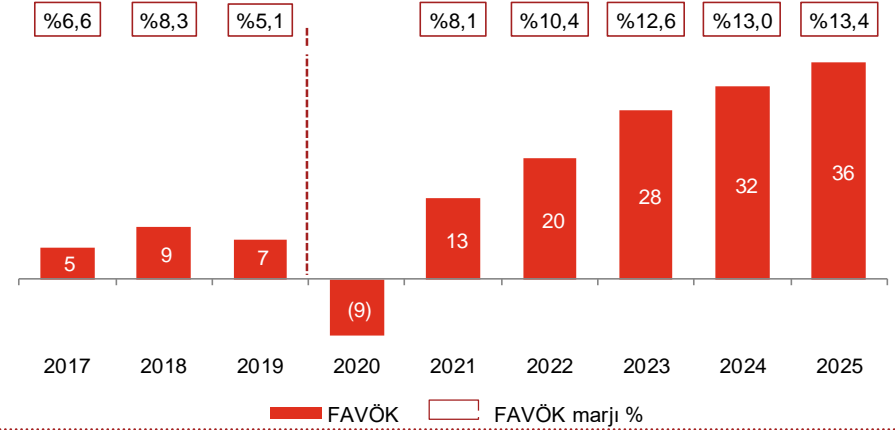
DENCM Gelir Yaklaşımı

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.

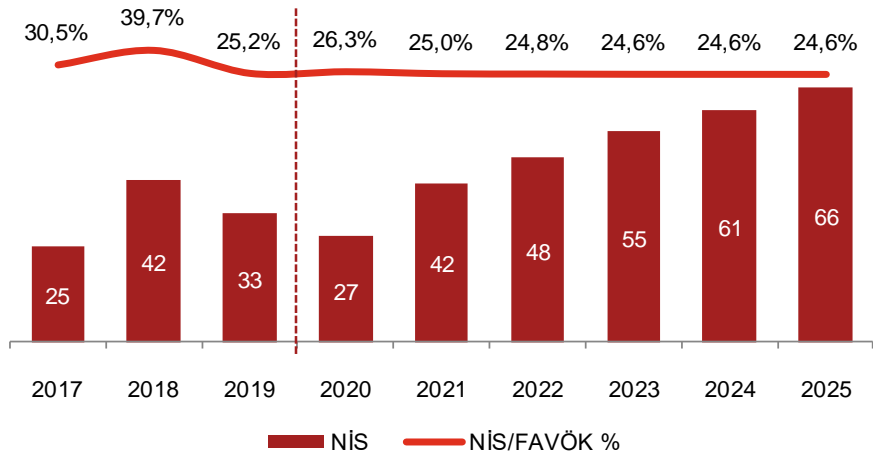
Net Satışlar* (m TL)



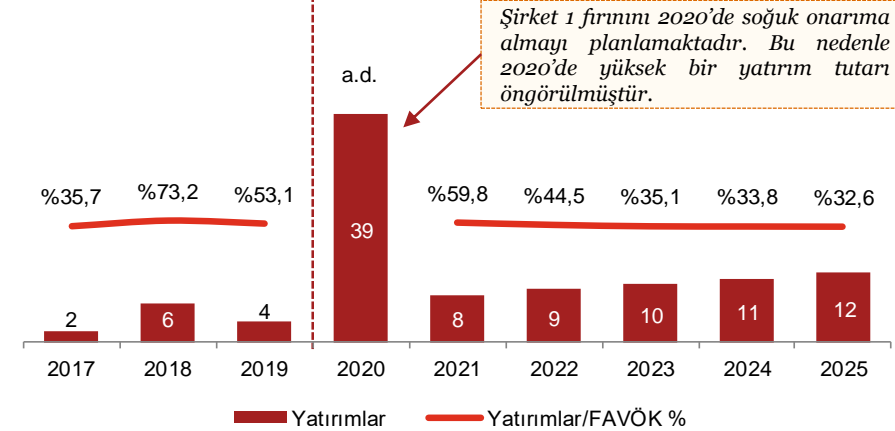
FAVÖK* (m TL)



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
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	44
<i>Risken Korunma Kazançları (Kayıpları)</i>	(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

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

	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 artırımı 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.

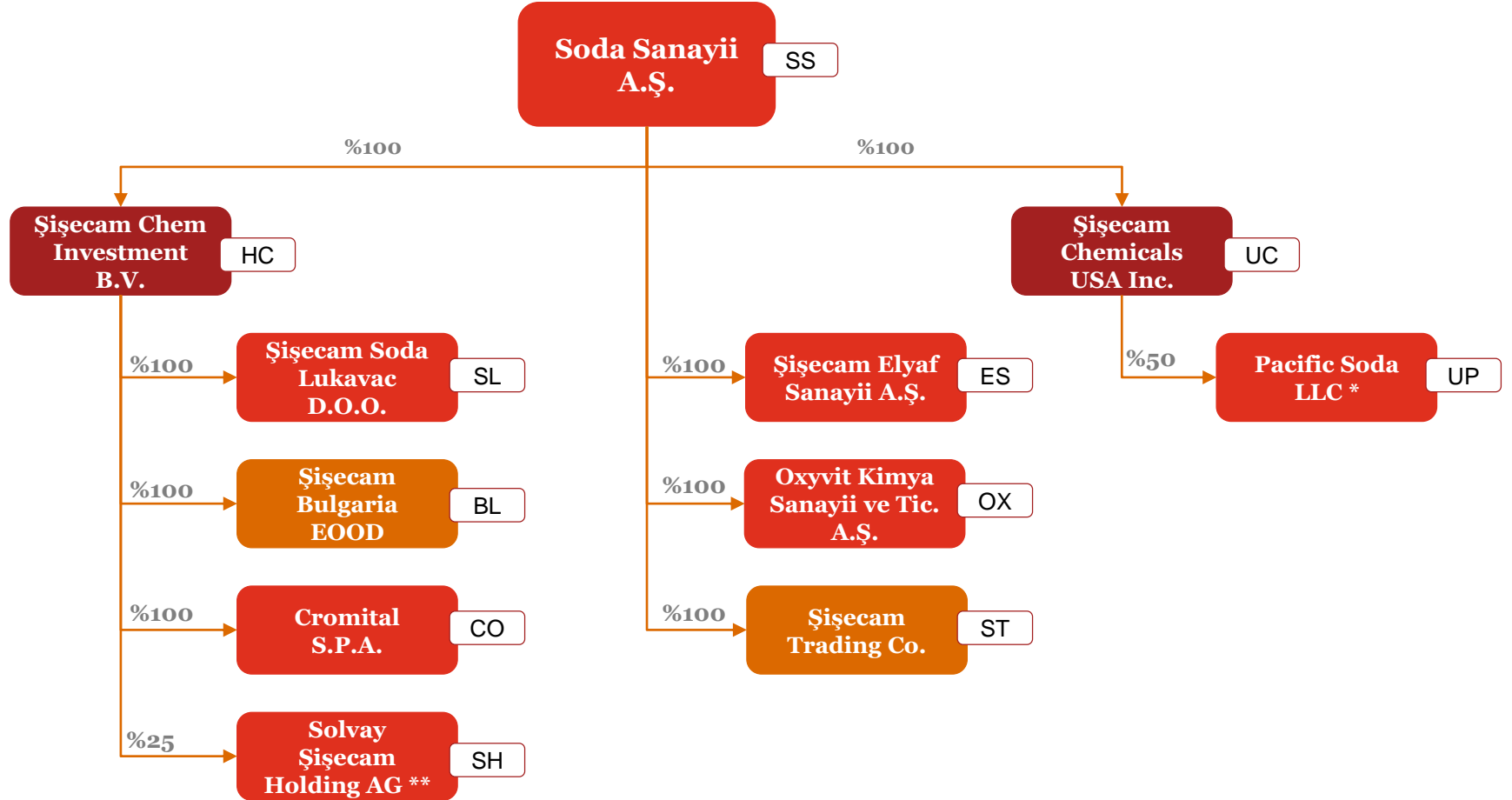
İşlem Hacmi (m TL) Ağırlıklı Ort. Fiyatı

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



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 kimyasalı 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 karşılamasının 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 kullanılabilmesine 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 hesaplamaya 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 çözdürme operasyonlarının yürütülmesi hedeflenmiştir. Bu durumda, MKF'den alınacak toz krom kimyasallarının çözdürülerek 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 kârın 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 bazik 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 uyguladığı 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 paketleme giderleri faaliyet giderleri içerisinde yer aldığı ve FAVÖK seviyesinde netlendiği için brüt kâr marjı yüksek gözükmektedir. 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 değerlendirme 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 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.

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 (düzcama, 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:

Şirket	Para Birimi	Geçmiş Yıl Mali	
		Zararı (m)	Yatırım Teşvikleri (m)
SS	TL	m.d.	1
ES	TL	95	579

Şirketler için yapılan değerlendirme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabilmesine 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.

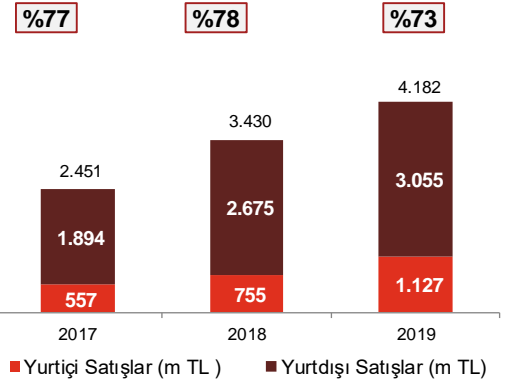
SODA

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.

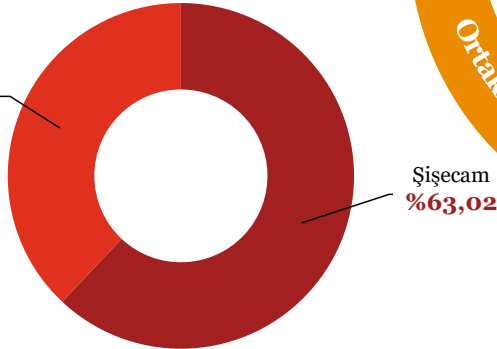
Faaliyet Alanı	Ürünler	Tesis Sayısı	Lokasyon	Kapasite (bin ton)
Soda	Hafif Soda, Ağır Soda, Sodyum Bikarbonat ve Sodyum Sülfid	3	Mersin Bosna Hersek	~ 2.430
Krom	Sodyum Bikromat, BCS ve Kromik Asit	2	Mersin İtalya	~ 260
Cam Elyaf	Kırpma, ÇUF, TUF ve Keçe	1	Balıkesir	~ 70
Diğer	Vitamin K3 ve SMBS	1	Mersin	~ 26
Toplam		7		

Yurtdışı Satışların Payı



Soda Sanayii A.Ş.

Halka Açık
%36,98



Ortaklık Yapısı

Finansal Göstergeler*

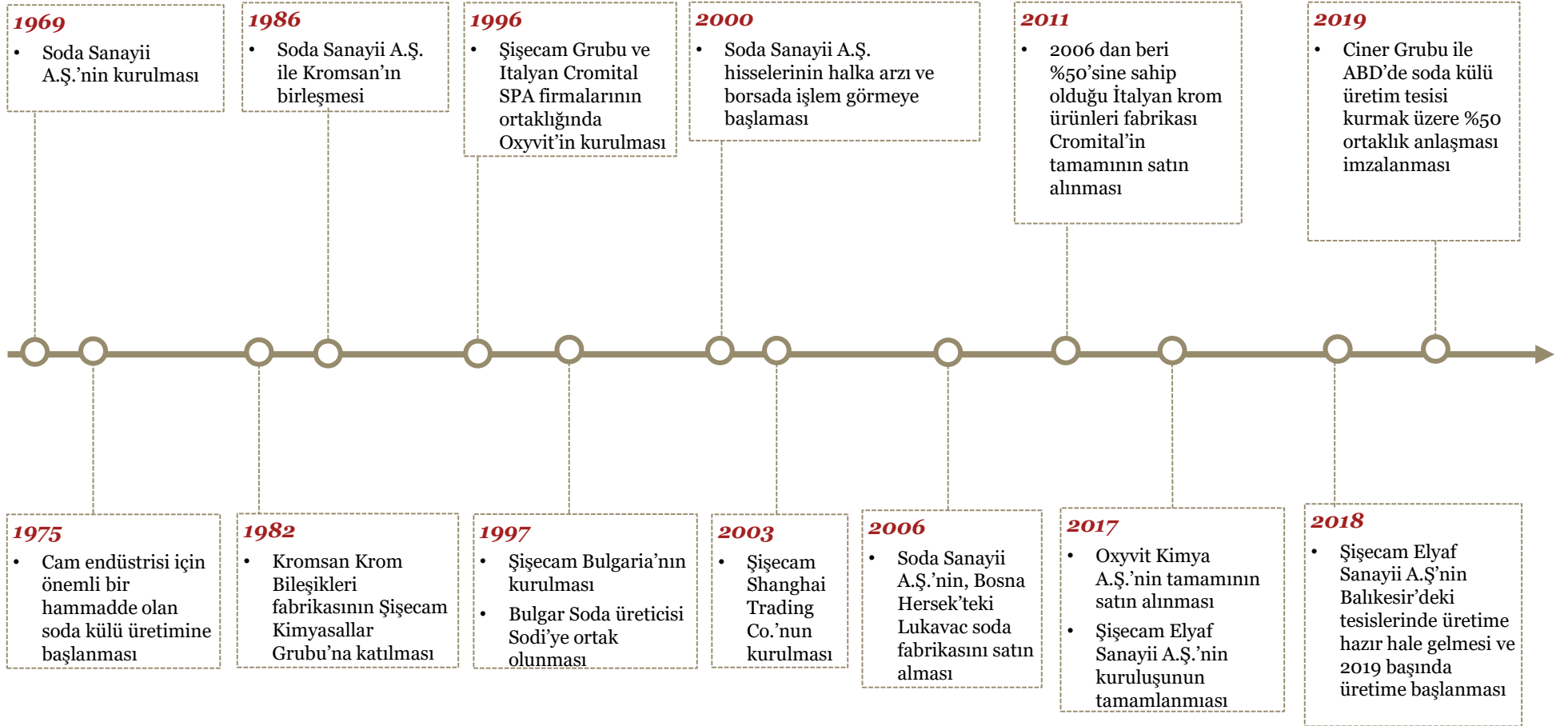
m TL	2017	2018	2019
Net Satışlar	2.451	3.430	4.182
Değişim %	%18,6	%39,9	%21,9
FAVÖK	644	1.067	1.073
FAVÖK Marjı %	%26,3	%31,1	%25,7
Ana Ortaklık Payı	3.188	4.863	5.742
Ana Ortaklık Dışı Paylar	5	6	-
Özsermaye	3.192	4.869	5.742

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

Kaynak: Şirket Yönetimi

SODA

Önemli Tarihsel Gelişmeler



SODA

Faaliyet Alanları ve Ürünler

Kimyasallar grubunun en büyük ölçekli faaliyet alanı olan soda iş kolunda üretilen ürünler çoğunlukla düzcam, cam ambalaj ve deterjan sektörlerinde kullanılmaktadır. İkinci en büyük faaliyet alanı olan krom iş kolunda üretilen ürünler ise deri, otomotiv ve inşaat sektörlerinde kullanılmaktadır. Ayrıca cam elyaf, vitamin K3 ve SMBS ürünleri ile çeşitli sektörlerle girdi sağlanmaktadır.

Soda

- **Ağır Soda:** Cam, deterjan, kimya sanayii ve diğer sodyum bileşiklerinin üretiminde kullanılmaktadır.
- **Hafif Soda:** Deterjan, kimya sanayi, sabun, tekstil, kağıt, gıda ve diğer sodyum bileşiklerinin üretiminde kullanılmaktadır.
- **Sodyum Bikarbonat:** Gıda ve yem sanayileri yanında tekstil, deterjan, kimya sanayii, su arıtma ve elektrolitik kaplama alanlarında kullanılmaktadır.
- **Sodyum Sülfat:** Başta deterjan olmak üzere cam, kağıt ve kimya endüstrilerindeki kullanımı yanında tekstil sanayinde boyar madde olarak kullanılmaktadır.

Kapasite

**2,4m
ton**
Avrupa'da

#4

Dünya'da

#8

Krom Kimyasalları

- **Sodyum Bikromat:** Krom kimyasallarının üretiminde kullanılan başlıca kimyasaldır. Tekstil boyaları, krom pigmentleri, ilaç, vb. endüstrilerde kullanılmaktadır.
- **Kromik Asit:** Metal kaplama, ahşap koruma vb. üretiminde kullanılır.
- **Deri Kimyasalları:** Bazik krom sülfat (BCS), deri tabaklamada kullanılmaktadır.

Kapasite (BCS)

**127 bin
ton**

Tankrom®
Basic Chromium Sulphate

**En Büyük
BCS
Üreticisi**

Cam Elyaf

- **Kırpma:** Kırpma ürünleri mühendislik plastikleri olarak otomotiv sektöründe kullanılmaktadır.
- **Çok Uçlu Fitol:** Şeffaf levha, soğuk hava depo panelleri otomotiv, CTP boru, akrilik küvet, raylı sistem, uçak iç dizayn parçaları üretiminde kullanılmaktadır.
- **Tek Uçlu Fitol:** Pultrizyon ve dokuma prosesleri ile CTP boru, tank, profiller, rüzgar santral kanatları ve deniz taşıtları sektörlerinde kullanılmaktadır.
- **Keçe:** Kalıplama yöntemiyle tank, deniz taşıtları ve otomotiv iç tavanında kullanılmaktadır.

Kapasite

**70 bin
ton**

Vitamin K3 ve SMBS

- İtalyan Cromital ile ortak girişim olarak hayata geçirilen Oxyvit, yem sanayinde ve premiks üretiminde kullanılan katma değeri yüksek Vitamin K3 ve türevleri yanı sıra gıda ve tekstil sektörlerinde kullanılan sodium metabisülfid ürünlerini üretmektedir.
- Kanamanın önlenmesi için önemli olan Vitamin K3 hayvan yemi için gerekli vitamin premikslerinden biridir. Veterinerlikte çiftlik hayvanlarının yemlerine eklenmektedir.

**Avrupa'nın
tek Vitamin
K3 üreticisi**

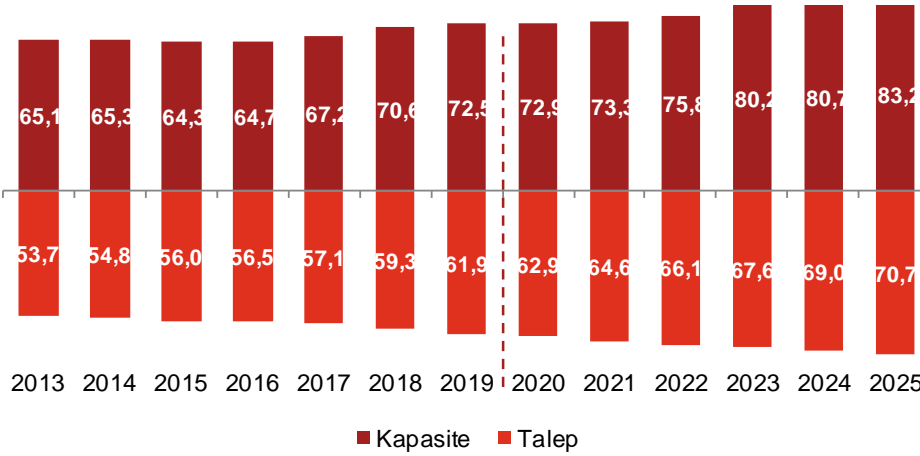
OXYVIT

Kaynak: Şirket Yönetimi

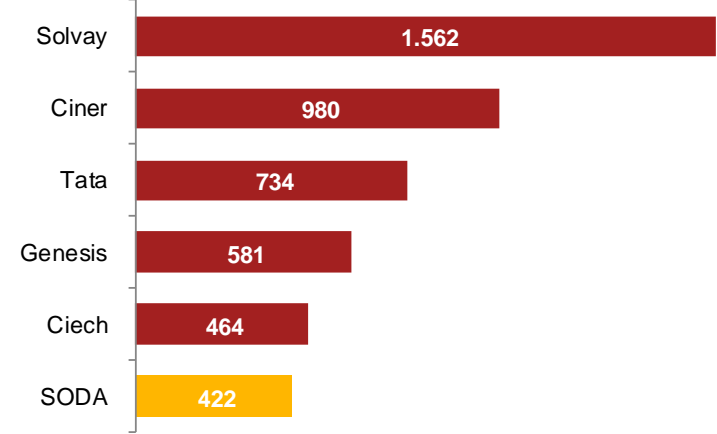
Küresel Soda Pazarı

Küresel soda sektörü ve soda kullanan sanayi dalları, ekonomik, demografik, politik ve çevresel gelişmeler ile paralel seyretmekte olup soda kimyasallarının dünyadaki büyüme hızı yılda ortalama yaklaşık %2 olarak gerçekleşmektedir. 2019 yıl sonu itibarıyla **61,9 milyon ton** soda talebine karşılık yaklaşık **72,5 milyon ton** üretim kapasitesi bulunmaktadır.

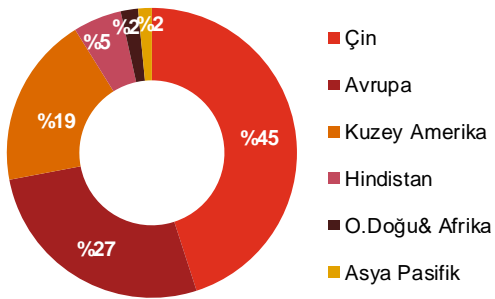
Küresel Soda Külü Kapasitesi ve Talebi (m ton)



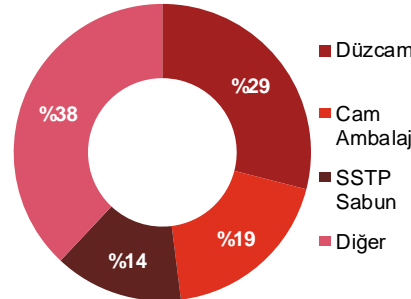
2018 Soda Satış Gelirleri (m EUR)



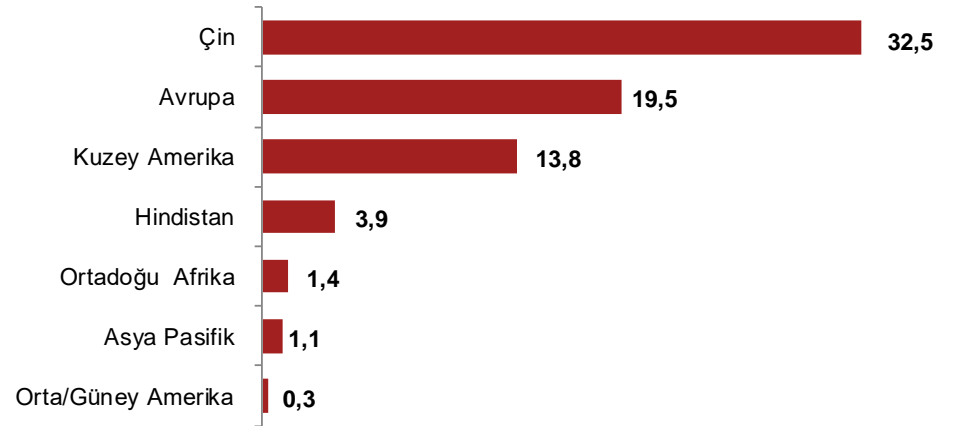
Bölgesel Kapasite Dağılımı, 2019



Sektör Dağılımı, 2019



Bölgesel Üretim Kapasitesi 2019 (m ton)



Kaynak: Şirket Yönetimi

Global ve Yerel Rakipler

Soda dışında kimyasalların birçok farklı iş kolunda faaliyet gösteren Solvay ve Tata geçmiş yıllarda kapasite optimizasyonu kapsamında bazı tesislerini kapatmıştır. Ciner kapasite artışları sonrası en büyük 2. üretici, doğal sodada lider üretici konumuna ulaşmıştır. SODA ise **2,4m ton** üretim kapasitesi ile dünyanın en büyük **8. üreticisi** konumundadır.

Şirketler	Solvay SA	Ciner Resources	Tata Chemicals	Genesis Alkali	Ciech S.A.	SODA*
2018 Net Satışlar	1.562m EUR	980m EUR	734m EUR	581m EUR	464m EUR	422m EUR
FVÖK Marjı %	%20	%31	%20	%22	%14	%27
Soda İşinin Konsolide Gelirdeki Payı %	%15	%100	%53	%23	%54	%60
Üretim Kapasitesi - 2019	7,9m ton	6,6m ton	4,4m ton	3,7m ton	2,5m ton	2,4m ton
Kapasite Artışları Planları	1,1m ton soda – 300 bin ton s.bikarbonat	1.1m ton soda – 2,7m ton yeni yatırım 1,35m ton ABD doğal soda külü yatırımı	700 bin ton soda – 35 bin ton s.bikarbonat	750 bin ton soda	50 bin ton s.bikarbonat	140 bin ton soda (MSF + SSL) 1,35m ton ABD doğal soda külü yatırımı
Diğer Rakipler	Tangshan Sanyou Chemical Industries, Shandong Jinjing Science and Technology Stock Co. Ltd., Chengdu Wintrule Holding Co. Ltd., GHCL Limited					

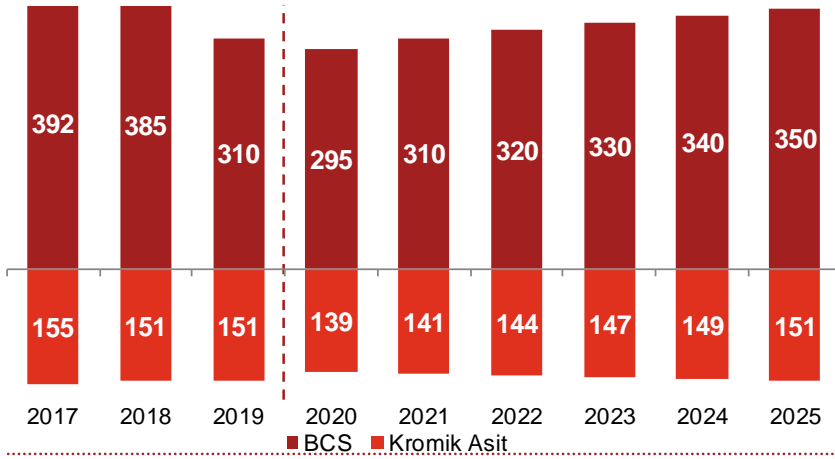
* Soda faaliyet alanını kapsamaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

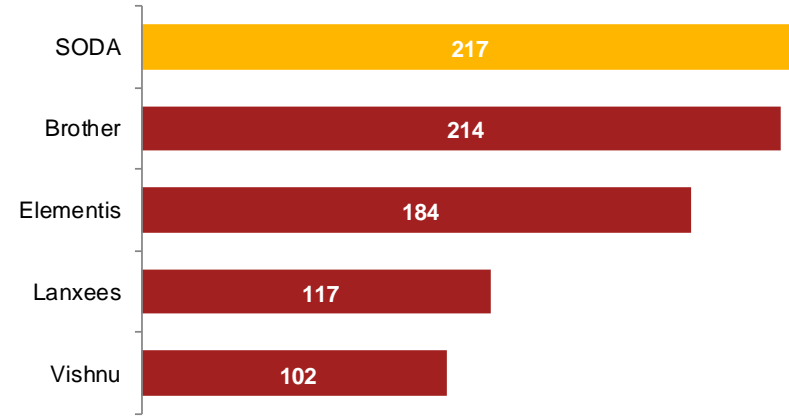
Küresel Krom Pazarı

Krom ürünlerin küresel pazar talebi 2019 sene sonu itibarıyla bazik krom sülfat ve kromik asit için sırasıyla **310 bin ton** ve yaklaşık **150 bin ton** olarak gerçekleşmiştir. Çin küresel pazar içerisinde en büyük krom kimyasalları üreticisi ve tüketicisi olarak göze çarpmaktadır.

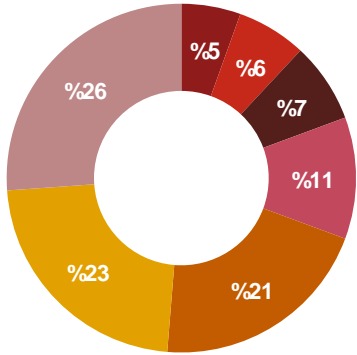
BCS ve Kromik Asit Pazar Büyüklükleri (bin ton)



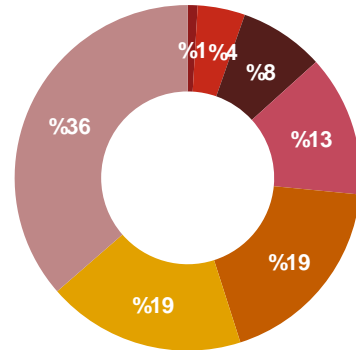
Krom Bölgesel Rakip Gelirleri 2018 (m \$)



BCS Bölgesel Talep Dağılımı, 2019

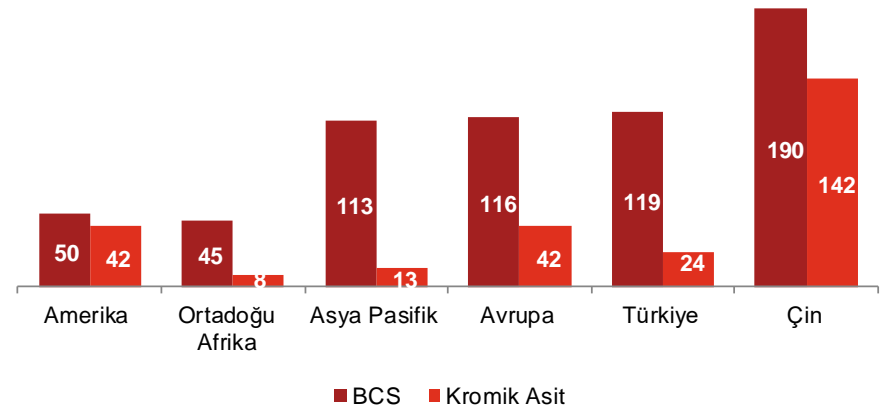


K.Asit Bölgesel Talep Dağılımı, 2019



■ Türkiye ■ Ortadoğu Afrika ■ Güney Amerika ■ Avrupa ■ Asya Pasifik ■ Kuzey Amerika ■ Çin

BCS ve Kromik Asit Bölgesel Üretim Kapasitesi 2019 (bin ton)



■ BCS ■ Kromik Asit

Kaynak: Şirket Yönetimi

Global ve Yerel Rakipler

Finansal açıdan, krom iş kolunda rakiplere kıyasla daha karlı bir yapıda olduğu görülmekte olup, BCS ve kromik asit ürünlerindeki güçlü pozisyonun sürdürülmesi hedeflenmektedir.

Şirketler	SODA ¹	Brother ²	Elementis	Lanxess ⁴	Vishnu
2018 Net Satışlar	217m \$	214m \$	184m \$	1.148m \$	102m \$
FVÖK Marjı %	%37	%7	%18	%10	%7
Bikromat Üretimi	✓	✗	✓	✓	✓
Bikromat Kapasitesi (bin ton)	105	✗	110	70	70
BCS Kapasitesi (bin ton)	127	50	20	45	80
Kromik Asit Kapasitesi (bin ton)	24	✗	42	8	7
Tesis Sayısı	2	1	4 ³	2	2

¹ Krom faaliyet alanını kapsamaktadır.

² 2019 içerisinde Lanxess'i satın alan Brother, 2020'den itibaren inorganik BCS ve sodyum bikromat üretimine sahip olmuştur.

³ Elementis'in Krom Kimyasalları iş kolunda 4 adet lokasyonu bulunmaktadır. Ancak 2 tanesi üretim tesisidir.

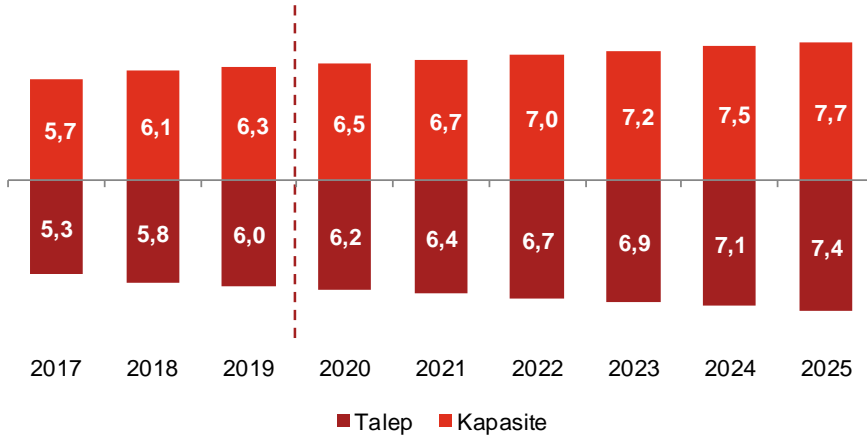
⁴ Performance Chemicals segmentine ait finansal sonuçlardır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

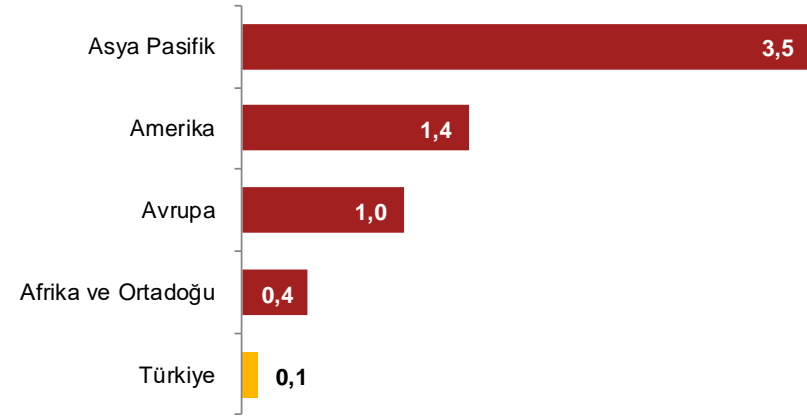
Küresel Cam Elyaf Pazarı

2019 yıl sonu itibarıyla küresel kapasite ve talep sırasıyla **6,3m ton** ve **6,0m ton** olarak gerçekleşmiştir. Küresel anlamda talep/kapasite oranı 2017-2019 seneleri itibarıyla ortalama **%90-95** seviyelerinde gerçekleşmiş olup ilerleyen dönemlerde de bu oranın korunacağı öngörülmüştür. Kapasite açısından ilk 5 üreticinin toplam küresel kapasitenin **%80**'ini oluşturduğu bilinmektedir.

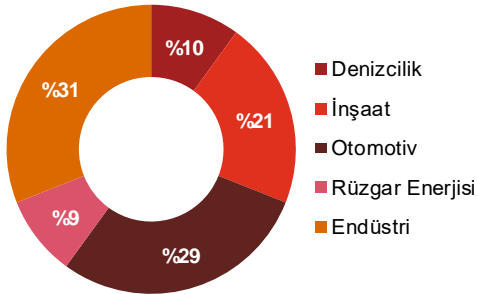
Cam Elyaf Kapasitesi ve Talebi (m ton)



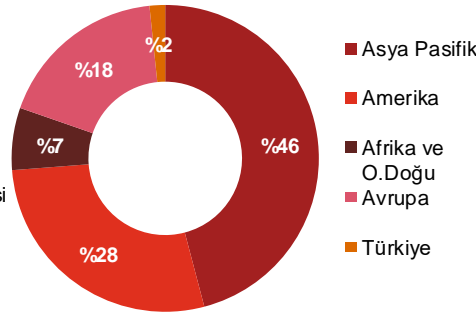
Bölgesel Kapasite Dağılımı - 2019 (m ton)



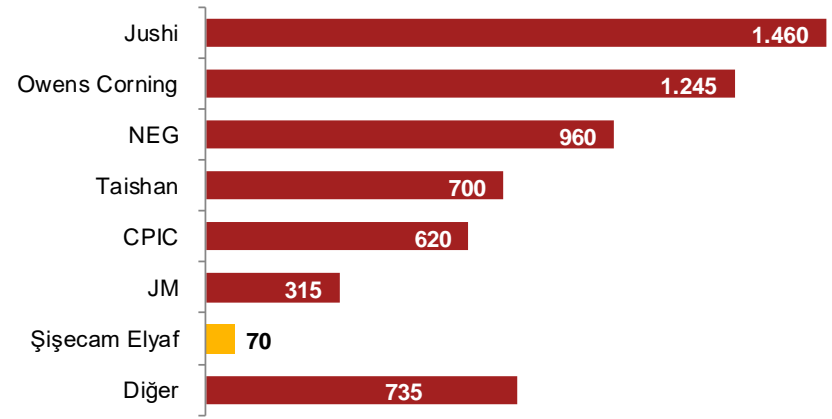
Sektörel Dağılımı, 2019



Bölgesel Kapasite Dağılımı, 2019



Bölgesel Rakip Kapasitesi (bin ton)



Kaynak: Şirket Yönetimi

SODA

Geçmiş Finansal Tablolar (1/3)

SODA'ya 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	783	1.193	2.300
Finansal Yatırımlar	28	66	93
2 Ticari Alacaklar	480	736	902
3 Stoklar	240	320	553
Peşin Ödenmiş Giderler	17	73	30
Diğer Dönen Varlıklar	83	224	176
Dönen Varlıklar	1.631	2.612	4.053
Finansal Yatırımlar	524	684	731
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	328	413	460
4 Maddi Duran Varlıklar	1.295	2.094	2.250
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32	152	152
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5	358	475
5 Diğer Duran Varlıklar	66	54	473
Duran Varlıklar	2.250	3.757	4.574
Toplam Varlıklar	3.881	6.369	8.627
Kısa Vadeli Borçlanmalar	49	221	411
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	45	221	341
6 Ticari Borçlar	276	447	506
7 Diğer Borçlar	9	363	501
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45	56	107
Kısa Vadeli Yükümlülükler	379	1.087	1.525
Uzun Vadeli Borçlanmalar	265	321	1.309
Diğer Borçlar	2	1	1
Uzun Vadeli Karşılıklar	33	38	43
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10	53	8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	309	413	1.361
Özkaynaklar	3.192	4.869	5.742
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	3.881	6.369	8.627

1 Şişecam Holding 2019'da gerçekleştirdiği 750m \$'lık tahvil ihracının 47m \$ kısmını Soda Grubu'na aktarmıştır. 2013 yılında ihraç edilen bakiyeden kalan 30m \$'lık bakiye ile birlikte toplam tahvil bakiyesi 77m \$'dır. Elde edilen bu finansman, ek kredi alımı ve operasyonlardan yaratılan nakit sonrası nakit ve nakit benzerleri 2,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu tutarın 2,260m TL'ye denk gelen kısmı vadesi 3 aydan kısa mevduatlar hesabında yer alırken kalan tutar vadesiz mevduat hesaplarında olarak tutulmaktadır.

2 Grubun ticari alacaklarının büyük bölümü müşterilerin cari hesaplarından oluşmaktadır (31.12.2019 - 766m TL). Kalan kısım ise alacak senetlerinden ve ilişkili taraflardan alacaklardan oluşmaktadır. Grup alacak tahsilat riskine karşılık teminat mektubu, ipotekler vb. yöntemler aracılığıyla 2019 yıl sonu itibarıyla 631m TL teminat toplamıştır.

3 2019 yılının ilk çeyreğinde üretim faaliyetlerine başlayan Şişecam Elyaf sene sonuna kadar 46 bin ton cam elyaf üretimi gerçekleştirirken 19 bin ton stok oluşturmuştur (31.12.2019 - 137m TL). Bu sebeple, 31.12.2019 itibarıyla konsolide stok seviyesinde artış gözlemlenmektedir.

4 Grup 2019, senesinde Soda Sanayii ve Şişecam Elyaf şirketleri üzerinde önemli yatırımlar yapmıştır. Soda Sanayii, 100 bin ton kapasite artışı ve yeni tuz sahası yatırımları; Şişecam Elyaf tarafında ise yeni üretim fabrikası yatırımları yapılmakta olan yatırımlar kalemi altında sınıflanmaktadır.

5 Şişecam ile Ciner Grubu arasında ABD'nin Wyoming eyaleti Green River bölgesinde çözelti madenciliği metoduyla yıllık 2.7 milyon ton kapasiteli doğal soda yatırımı yapmak üzere eşit hissedarlık yapısı ile bir üretim ortaklığı hususunda sözleşme imzalanmış olup, bu kapsamda Şişecam tarafında Ciner Grubu'na 440m TL (75m \$' TL karşılığı olarak) iş geliştirme bedeli ödenmiştir. Bu bedel konsolide mali tablolarda diğer duran varlıklar kalemi altında sınıflanmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA

Geçmiş Finansal Tablolar (2/3)

SODA'ya 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	783	1.193	2.300
Finansal Yatırımlar	28	66	93
2 Ticari Alacaklar	480	736	902
3 Stoklar	240	320	553
Peşin Ödenmiş Giderler	17	73	30
Diğer Dönen Varlıklar	83	224	176
Dönen Varlıklar	1.631	2.612	4.053
Finansal Yatırımlar	524	684	731
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	328	413	460
4 Maddi Duran Varlıklar	1.295	2.094	2.250
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	32	152	152
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5	358	475
5 Diğer Duran Varlıklar	66	54	473
Duran Varlıklar	2.250	3.757	4.574
Toplam Varlıklar	3.881	6.369	8.627
Kısa Vadeli Borçlanmalar	49	221	411
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	45	221	341
6 Ticari Borçlar	276	447	506
7 Diğer Borçlar	9	363	501
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	45	56	107
Kısa Vadeli Yükümlülükler	379	1.087	1.525
Uzun Vadeli Borçlanmalar	265	321	1.309
Diğer Borçlar	2	1	1
Uzun Vadeli Karşılıklar	33	38	43
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10	53	8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	309	413	1.361
Özkaynaklar	3.192	4.869	5.742
Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar	3.881	6.369	8.627

6 Grubun ticari borçlarının büyük bölümü tedarikçilerin cari hesaplarından oluşmaktadır (31.12.2019 - 304m TL). Kalan kısım ise ilişkili taraflara borçlardan oluşmaktadır.

7 Kısa vadeli diğer borçların neredeyse tamamı ilişkili taraflara ticari olmayan diğer borçlar ile ilgilidir. Grup'un bağlı ortaklıklarından Şişecam Elyaf'ın yatırımının finansmanında kullanılmak üzere 407m TL borçlanılmış olup, ilgili tutar ve aktifleştirilen faiz giderleri kısa vadeli diğer borçlar kaleminde sınıflanmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA

Geçmiş Finansal Tablolar (3/3)

SODA'ya 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	2.451	3.430	4.182
Satışların Maliyeti	(1.597)	(2.114)	(2.750)
Brüt Kar	854	1.316	1.432
2 Genel Yönetim Giderleri	(80)	(107)	(139)
Pazarlama Giderleri	(291)	(398)	(474)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(3)	(4)	(6)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	100	267	190
3 Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(72)	(158)	(135)
(+) Amortisman	136	151	204
FAVÖK	644	1.067	1.073
(-) Amortisman	(136)	(151)	(204)
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	508	917	868
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	76	448	214
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(34)	(201)	(68)
Finansman Gelirleri	270	734	594
Finansman Giderleri	(182)	(503)	(606)
Vergi Öncesi Kar	639	1.395	1.002
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(57)	(229)	(132)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(12)	318	164
Dönem Karı (Zararı)	570	1.485	1.034





- SODA 2017 – 2019 arasında konsolide net satışlarını yıllık ortalama %31 artırmıştır. SODA'nın hem Türkiye hem de yurt dışı operasyonlarında soda ürünlerinin satışında yaşanan büyüme, soda külü fiyatlarındaki artış ve Şişecam Elyaf tesisinin de devreye girmesiyle, net satışlar 2019 yılı itibarıyla **4,2 milyar TL**'ye ulaşmıştır.
- Genel yönetim giderlerinin ve satış pazarlama giderlerinin net satışlara oranı 2018 ve 2019 yıllarında sabit kalmış ve **%14-15** olarak gerçekleşmiştir. Başlıca gider kalemleri nakliye giderleri ve işçi – personel giderleridir.
- Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler ağırlıklı olarak ticari alacaklardan/borçlardan kaynaklanan kur farkı karı/zararından, hurda satış karı / (zararı) ve karşılık giderinden oluşmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA

Değerleme Sonuçları

SODA'nın 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 	12.074 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 	11.158 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 	5.497 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 	6.294 m TL	SODA'nın 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 temettüleri de Borsa Değeri kapsamında dikkate alınmıştır.

Kaynak: Şişecam Yönetimi, PwC Analizi

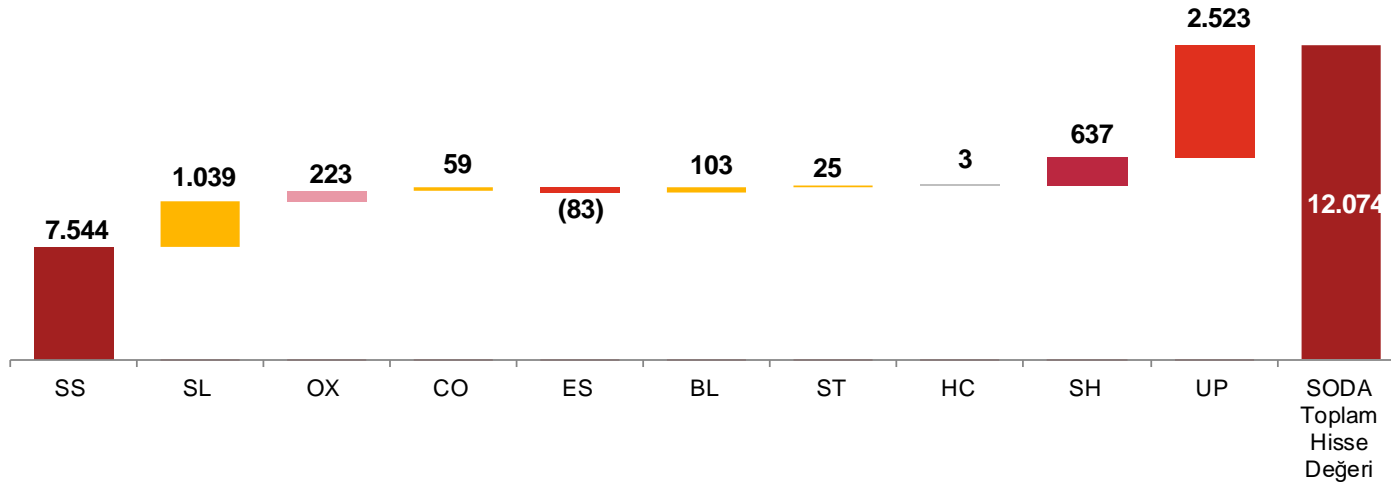
* Gelir yaklaşımına dahil olan şirketlerin toplam efektif şirket değerleri

SODA

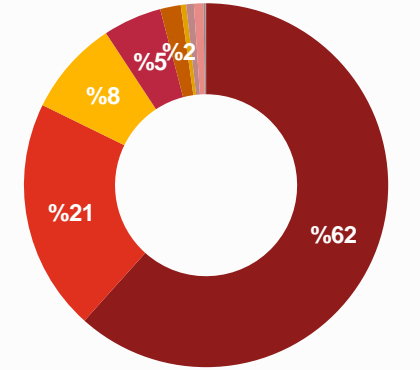
Gelir Yaklaşımı

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

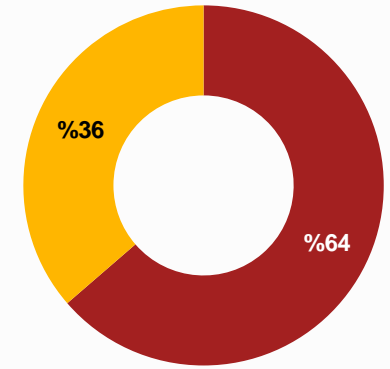
Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



■ SS ■ UP ■ SL ■ SH ■ OX
■ CO ■ ES ■ BL ■ ST ■ HC



■ Yurtiçi ■ Yurtdışı

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

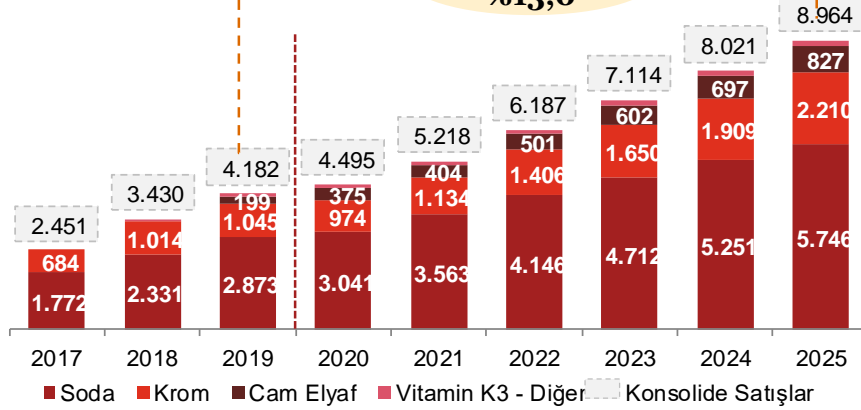
SODA

Gelir Yaklaşımı

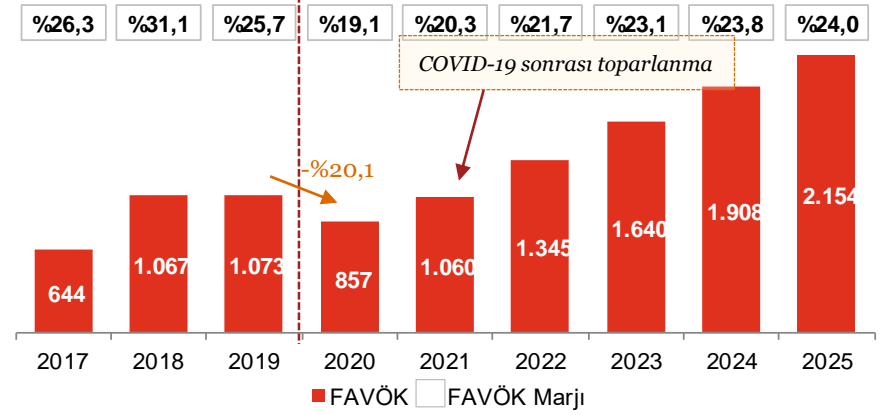
Mersin ve Bosna-Hersek'teki tesislerde planlanan kapasite artışlarıyla ve cam elyaf satışlarının devreye girmesiyle konsolide satışların %13,0 YBBO ile büyümesi beklenmektedir. 2020 yılında, COVID-19 etkisiyle, %19,1 seviyesine düşmesi beklenen konsolide FAVÖK marjının, projeksiyon döneminin devamında kademeli bir şekilde yükselerek geçmiş dönemlerdeki seviyesine tekrar ulaşacağı öngörülmektedir.

Konsolide Satışlar* (m TL)

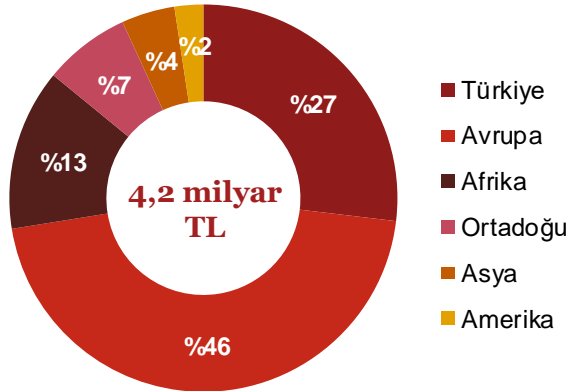
YBBO:
%13,0



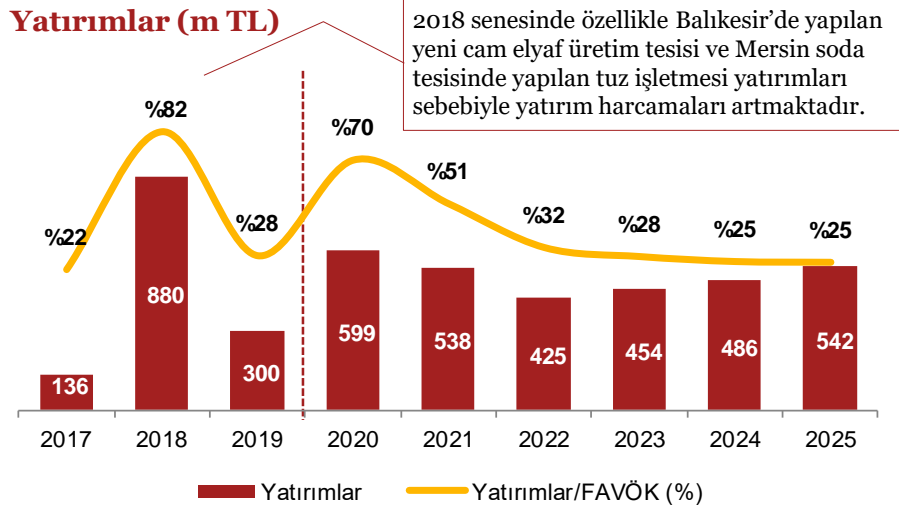
Konsolide FAVÖK* (m TL)



Satışların Coğrafi Dağılımı - 2019



Yatırımlar (m TL)

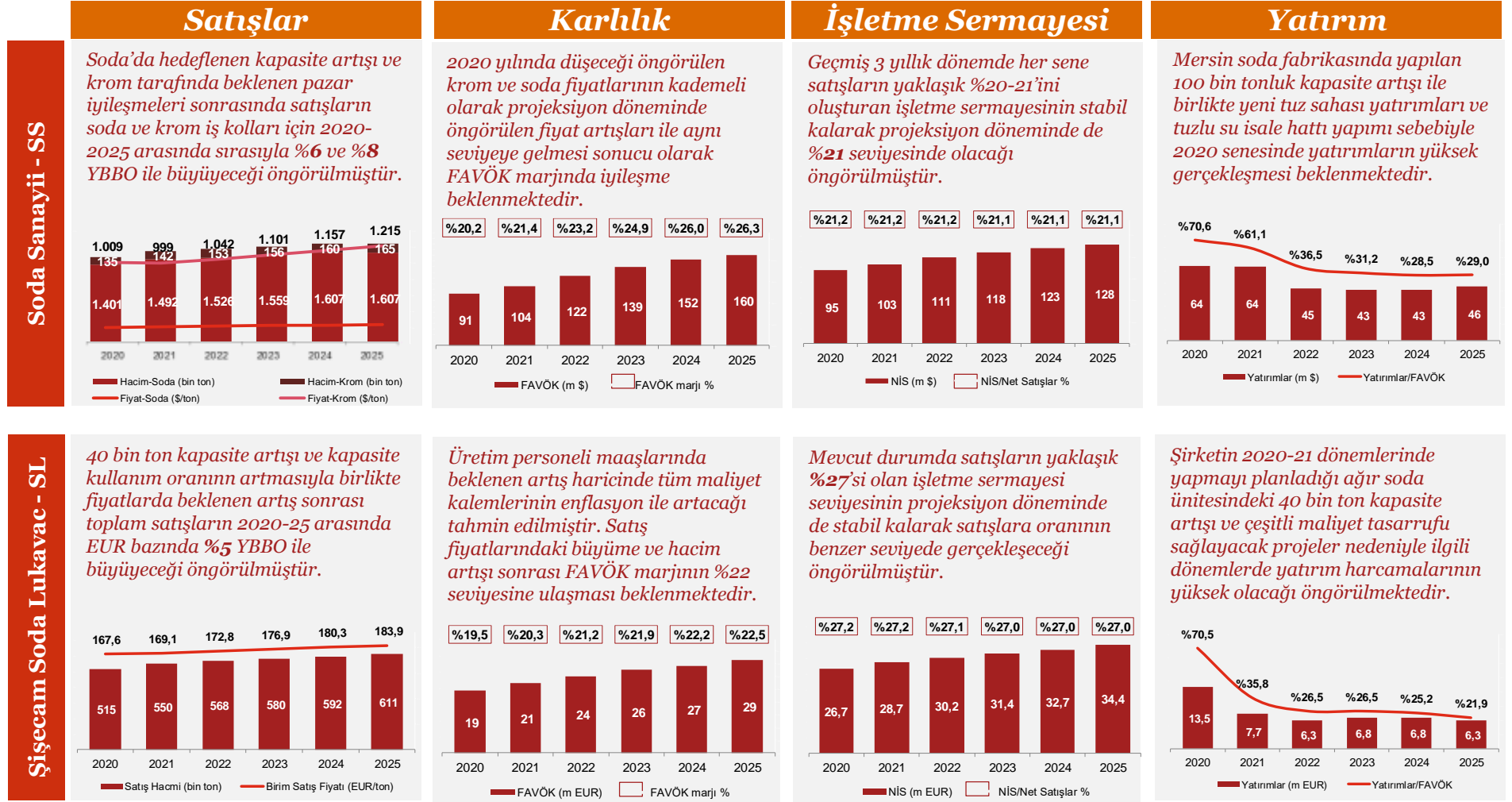


* 2017-2019 dönemleri için TMS/TFRS raporlarda sunulan konsolide tutarlar sunulmuştur.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(1/3)**

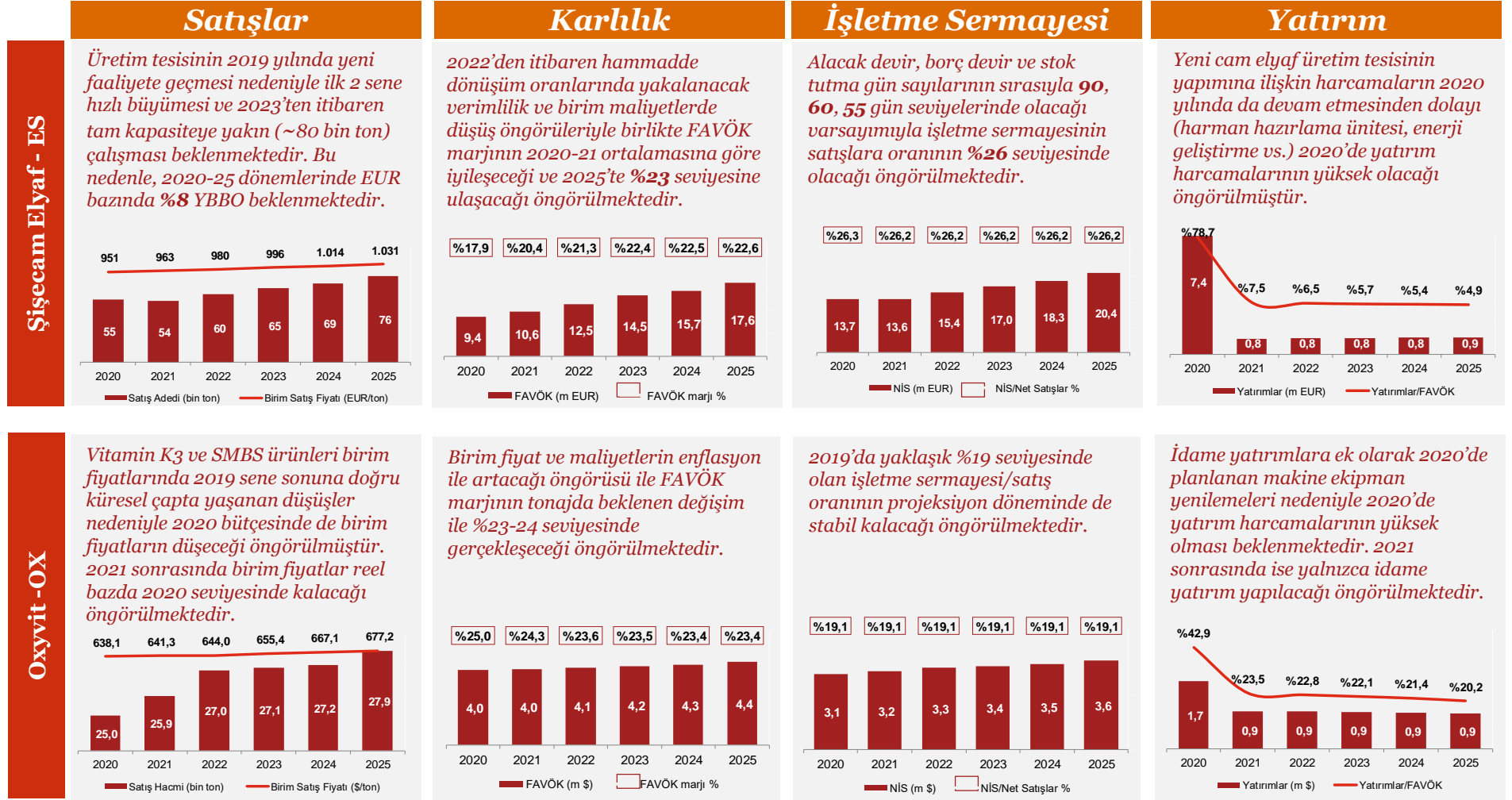
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(2/3)**

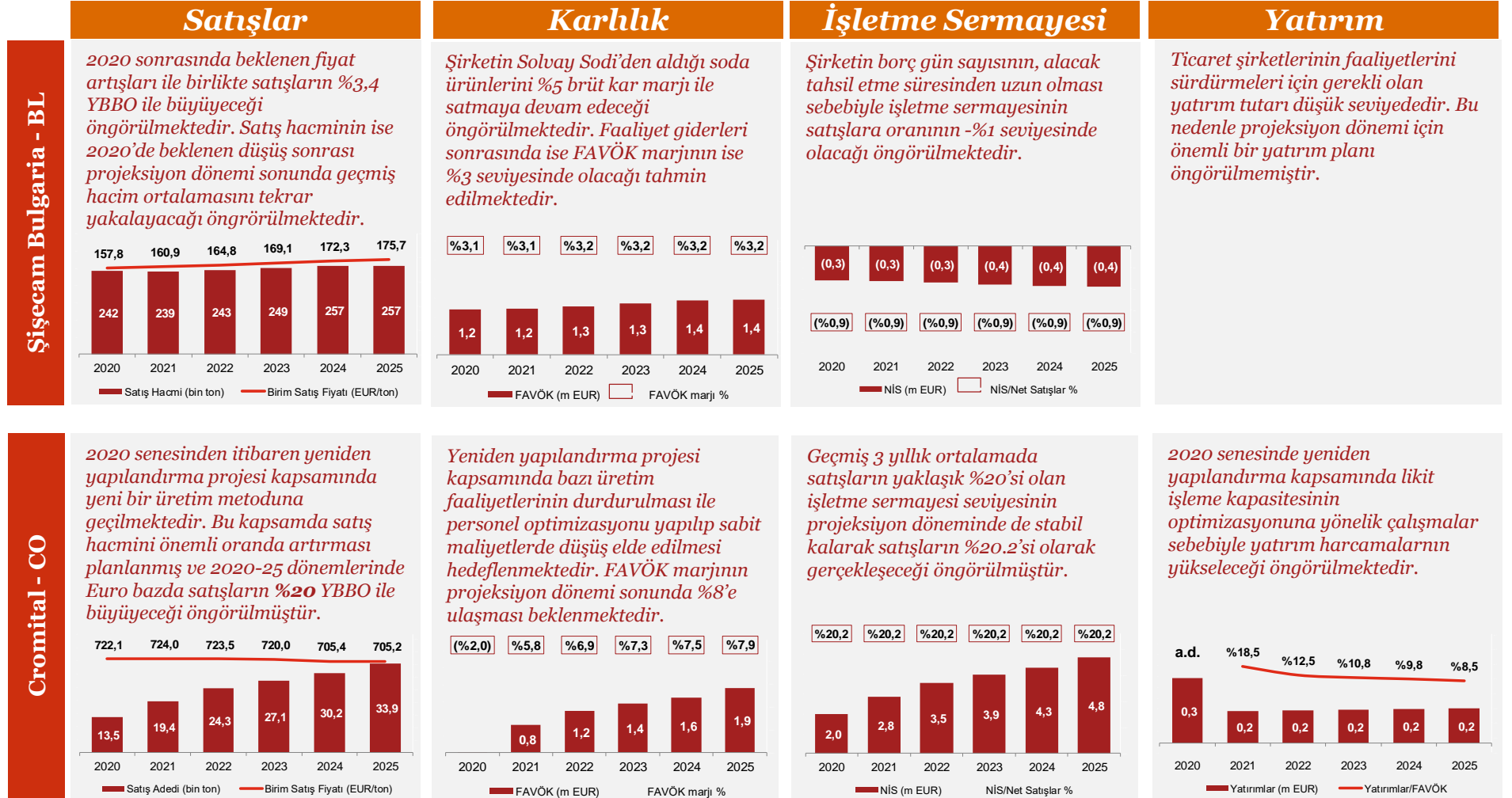
Aşağıdaki tabloda indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle değerlemeye konu olan şirketler için baz alınan temel varsayımlar sunulmuştur.



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA**Değerlemeye Baz Temel Varsayımlar
(3/3)**

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



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

SODA

Piyasa Yaklaşımı (1/3)

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. (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, 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

Piyasa Yaklaşımı (2/3)

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

Karşılaştırılabilir Şirketler ve Çarpan Analizi

Soda 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
Solvay SA	15.141	14.659	16.932	15.780	14.291	10.443	10.100	13.189	12.937	12.599	1.815	1.997	2.580	2.449	2.491	%17,4	%19,8	%19,6	%18,9	%19,8
Tangshan Sanyou Chemical Ind.	3.904	3.247	4.031	3.478	2.651	2.065	2.224	3.104	2.933	2.898	310	371	603	531	341	%15,0	%16,7	%19,4	%18,1	%11,8
Genesis Energy, L.P.	6.874	6.493	6.861	5.802	5.988	2.247	1.712	2.028	2.913	2.481	316	425	443	568	591	%14,1	%24,8	%21,9	%19,5	%23,8
Chengdu Wintrive Holding Co., Ltd.	2.059	2.607	1.696	1.165	1.080	863	833	1.190	1.144	1.208	130	119	137	137	128	%15,0	%14,3	%11,5	%12,0	%10,6
Ciech S.A.	1.210	1.157	1.172	1.176	989	829	828	1.029	979	937	183	209	236	171	157	%22,0	%25,2	%23,0	%17,4	%16,7
Shandong Jinjing Science and Tech.	1.450	1.091	1.088	761	540	506	476	669	745	726	83	115	169	141	112	%16,4	%24,2	%25,2	%18,9	%15,4
Ciner Resources LP	672	748	768	727	648	486	475	497	487	523	134	117	119	107	134	%27,5	%24,6	%23,8	%22,0	%25,6
Tata Chemicals Limited	2.859	2.923	3.271	2.878	2.088	2.752	2.244	1.597	1.578	1.638	376	328	327	340	321	%13,7	%14,6	%20,5	%21,6	%19,6

Krom 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
Elementis plc	1.799	1.322	1.994	2.180	1.684	677	617	783	822	874	147	120	150	175	167	%21,6	%19,4	%19,2	%21,3	%19,2
Nippon Chemical Industrial Co., Ltd.	186	160	165	271	193	307	292	314	333	335	51	49	48	56	44	%16,6	%16,6	%15,2	%16,8	%13,1
Hubei Zhenhua Chemical Co.,Ltd.	m.d.	698	607	432	349	119	125	182	204	199	22	23	27	36	33	%18,8	%18,4	%15,1	%17,7	%16,5
Brother Enterprises Holding Co.,Ltd.	485	895	1.101	832	656	139	153	239	206	173	25	39	91	29	20	%18,1	%25,4	%38,1	%14,2	%11,5
Vishnu Chemicals Limited	82	78	103	104	61	67	72	78	99	105	12	13	10	12	14	%18,0	%17,5	%12,6	%12,2	%13,2
Wata Chemicals Limited	20	19	25	45	90	4	4	5	5	11	1	1	1	1	4	%31,2	%29,2	%18,8	%28,7	%34,1

Cam Elyaf 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
LANXESS Aktiengesellschaft	6.150	8.283	10.867	8.484	7.162	8.582	8.127	7.841	7.813	7.633	925	1.016	1.081	1.095	1.056	%10,8	%12,5	%13,8	%14,0	%13,8
Owens Corning	6.776	7.732	9.822	10.625	9.067	5.350	5.677	6.384	7.057	7.160	841	1.072	1.134	1.276	1.216	%15,7	%18,9	%17,8	%18,1	%17,0
Nippon Electric Glass Co., Ltd.	1.766	1.742	2.911	2.471	1.864	2.090	2.051	2.508	2.737	2.367	475	424	533	498	404	%22,7	%20,7	%21,3	%18,2	%17,1
China Jushi Co., Ltd.	4.330	4.646	5.540	7.388	6.315	1.074	1.062	1.330	1.459	1.507	437	473	581	557	568	%40,7	%44,5	%43,7	%38,2	%37,7
Taiwan Glass Ind. Corp.	2.219	1.811	2.147	2.322	1.907	1.252	1.330	1.512	1.506	1.396	89	203	267	244	138	%7,1	%15,3	%17,7	%16,2	%9,9
Jiangsu Changhai Composite Materials Co.	921	1.025	869	604	494	232	253	312	320	319	54	60	53	57	63	%23,2	%23,8	%17,1	%17,8	%19,9

Vitamin K3 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
Bluestar Adisseo Company	7.311	5.373	4.438	4.781	4.055	2.310	1.539	1.598	1.660	1.599	799	578	468	389	347	%34,6	%37,6	%29,3	%23,4	%21,7
China Chemical & Pharmaceutical Co., Ltd.	209	206	215	234	232	171	178	211	248	266	15	17	18	19	22	%8,8	%9,3	%8,5	%7,8	%8,1
Hubei Zhenhua Chemical Co.,Ltd.	m.d.	698	607	432	349	119	125	182	204	199	22	23	27	36	33	%18,8	%18,4	%15,1	%17,7	%16,5
Brother Enterprises Holding Co.,Ltd.	485	895	1.101	832	656	139	153	240	206	173	25	39	91	29	20	%18,1	%25,4	%37,9	%14,2	%11,5
Genebiotech Co., Ltd.	26	35	28	25	26	44	46	52	56	50	2	4	4	7	2	%4,9	%8,9	%6,9	%12,4	%4,3
Eagle Veterinary Technology Co.,Ltd	60	67	64	57	65	21	24	32	27	30	3	2	4	3	3	%12,5	%9,7	%13,4	%9,7	%10,9

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

SODA

Piyasa Yaklaşımı (3/3)

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

Soda m\$	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ortalama
Solvay SA	8,3x	7,3x	6,6x	6,4x	5,7x	6,9x
Tangshan Sanyou Chemical Ind.	12,6x	8,7x	6,7x	6,6x	7,8x	8,5x
Genesis Energy, L.P.	a.d.	a.d.	a.d.	10,2x	10,1x	10,2x
Chengdu Wintrue Holding Co., Ltd.	a.d.	a.d.	12,4x	8,5x	8,4x	9,8x
Ciech S.A.	6,6x	5,5x	5,0x	6,9x	6,3x	6,1x
Shandong Jinjing Science and Tech.	a.d.	9,5x	6,4x	5,4x	4,8x	6,5x
Ciner Resources LP	5,0x	6,4x	6,5x	6,8x	4,8x	5,9x
Tata Chemicals Limited	7,6x	8,9x	10,0x	8,5x	6,5x	8,3x
Ortalama	8,0x	7,7x	7,7x	7,4x	6,8x	7,5x
Krom m\$	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ortalama
Elementis plc	12,3x	11,0x	a.d.	12,5x	10,1x	11,5x
Nippon Chemical Industrial Co., Ltd.	a.d.	a.d.	a.d.	4,9x	4,4x	4,6x
Hubei Zhenhua Chemical Co., Ltd.	m.d.	a.d.	a.d.	12,0x	10,6x	11,3x
Brother Enterprises Holding Co., Ltd.	a.d.	a.d.	12,1x	a.d.	a.d.	12,1x
Vishnu Chemicals Limited	6,8x	6,2x	10,4x	8,6x	4,4x	7,3x
Wata Chemicals Limited	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Ortalama	9,5x	8,6x	11,2x	9,5x	7,4x	9,2x
Cam Elyaf m\$	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ortalama
LANXESS Aktiengesellschaft	6,6x	8,2x	10,1x	7,8x	6,8x	7,9x
Owens Corning	8,1x	7,2x	8,7x	8,3x	7,5x	7,9x
Nippon Electric Glass Co., Ltd.	a.d.	4,1x	5,5x	5,0x	4,6x	4,8x
China Jushi Co., Ltd.	9,9x	9,8x	9,5x	a.d.	11,1x	10,1x
Taiwan Glass Ind. Corp.	a.d.	8,9x	8,0x	9,5x	a.d.	8,8x
Jiangsu Changhai Composite Materials Co., Ltd	a.d.	a.d.	a.d.	10,6x	7,8x	9,2x
Ortalama	8,2x	7,6x	8,3x	8,2x	7,6x	8,0x
Vitamin K3 m\$	Şirket Değeri / FAVÖK (x)					
	MY15	MY16	MY17	MY18	MY19	Ortalama
Bluestar Adisseo Company	9,1x	9,3x	9,5x	12,3x	11,7x	10,4x
China Chemical & Pharmaceutical Co., Ltd.	a.d.	12,4x	12,0x	12,1x	10,8x	11,8x
Hubei Zhenhua Chemical Co., Ltd.	m.d.	a.d.	a.d.	12,0x	10,6x	11,3x
Brother Enterprises Holding Co., Ltd.	a.d.	a.d.	12,1x	a.d.	a.d.	12,1x
Genebiotech Co., Ltd.	11,8x	8,5x	7,8x	a.d.	11,9x	10,0x
Eagle Veterinary Technology Co., Ltd	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.
Ortalama	10,5x	10,1x	10,3x	12,1x	11,3x	10,9x

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Faaliyet Alanı	Brüt Kar Dağılımı (2019-2025 ort.)	Ortalama (2015-2019)				
		MY15	MY16	MY17	MY18	MY19
Soda	69,9%	5,6x	5,4x	5,3x	5,2x	4,8x
Krom	20,4%	1,9x	1,8x	2,3x	1,9x	1,5x
Cam Elyaf	7,4%	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Vitamin K3 ve Diğer	2,3%	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x	0,3x
Toplam	100,0%	8,4x	8,0x	8,5x	8,0x	7,1x
Ortalama (2015-2019)		8,0x				

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

SODA'nın mevcut global pazar payı ve satış hacmi dikkate alınarak yerel ve global pazarda doğrudan rekabet halinde olduğu 8 adet global soda, 6 adet global krom, 6 adet global cam elyaf ve 6 adet global vitamin K3 üretimi yapan şirketler çarpan analizinde kullanılmıştır.

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

Seçilen 26 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 26 şirketin, 2015-2019 dönemleri için hesaplanan ortalama çarpanları yukarıdaki tabloda gösterildiği şekilde **7,5x - 10,9** arasındadır. Bulunan faaliyet alanlarındaki ortalama çarpanlar SODA'nın faaliyet alanı bazında 2019-2025 ortalama brüt kar dağılımı ile oranlanarak dikkate alınmıştır.

2015-2019 dönemlerinin ortalaması olarak hesaplanan **8,0x** piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.

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
Risken 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.

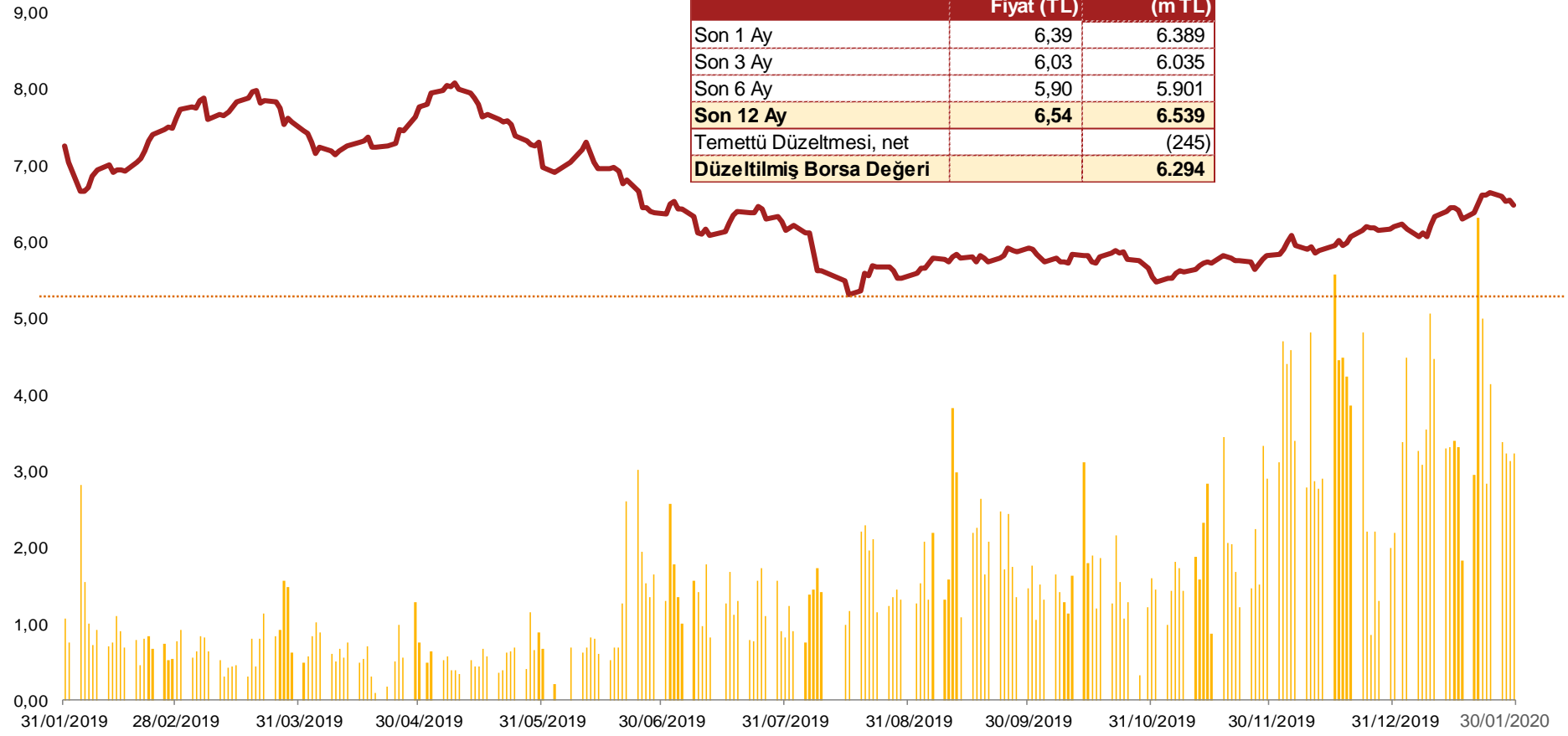
SODA

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)

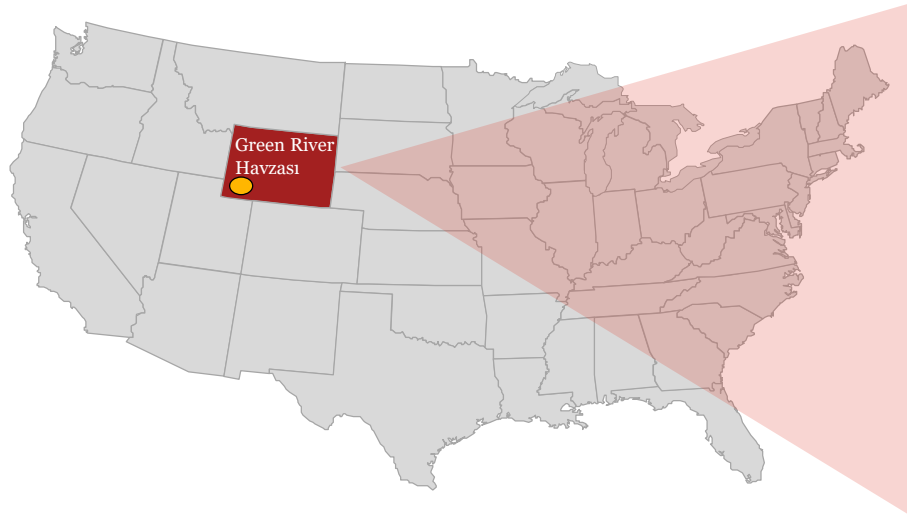


Kaynak: Capital IQ, KAP, PwC Analizi

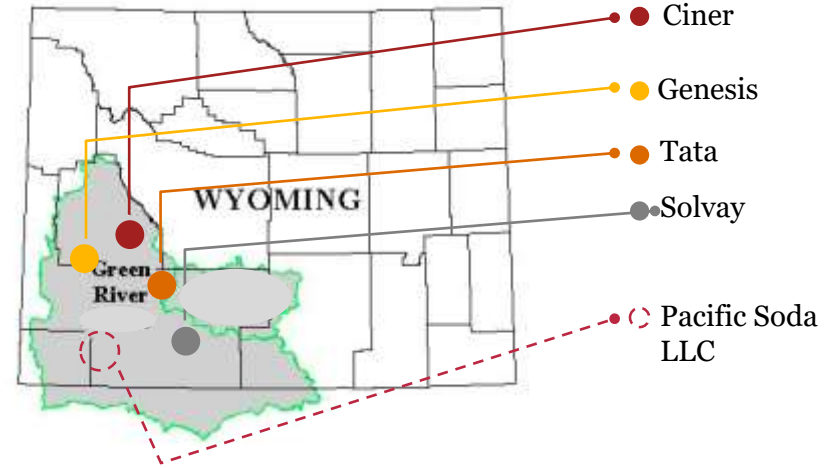
Doğal Soda Külü Yatırımı Yatırım Hakkında Genel Bilgiler

ABD'nin Wyoming eyaleti Green River bölgesinde çözeltili madencilik yöntemiyle yıllık **2,5 milyon ton** soda ve **200 bin ton** sodyum bikarbonat olmak üzere toplamda **2,7 milyon ton** kapasiteli doğal soda külü yatırımı yapmak üzere bir üretim ortaklığı hususunda sözleşme imzalanmış ve kapanış işlemleri gerçekleştirilmiştir.

Yatırım Bölgesi



Wyoming Eyaleti – Green River Havzası



Genel Bilgiler

Yatırım Bölgesi	Amerika – Wyoming Eyaleti
Sponsorlar	Şişecam & Ciner
Tanım	Doğal Soda Külü Yatırımı
Yatırım Başlangıç / Bitiş	2020 / 2026
Faaliyet Başlangıç	2026 - 2028 (kısmi) – 2029 (tam k.)
Toplam Üretim Kapasitesi	2.500 bin ton Soda 200 bin ton Sodyum Bikarbonat
Toplam Yatırım Tutarı	1,6 milyar \$

Yatırım Gerekçeleri

Grubun soda faaliyet alanındaki global konumunu güçlendirmesi, sentetik soda üretimine göre daha karlı üretim yapma olanağı sunması ve daha önce kısıtlı varlık gösterilen pazarlara satış fırsatı açması açısından bu yatırımın önemli bir büyüme projesi olacağı düşünülmektedir.

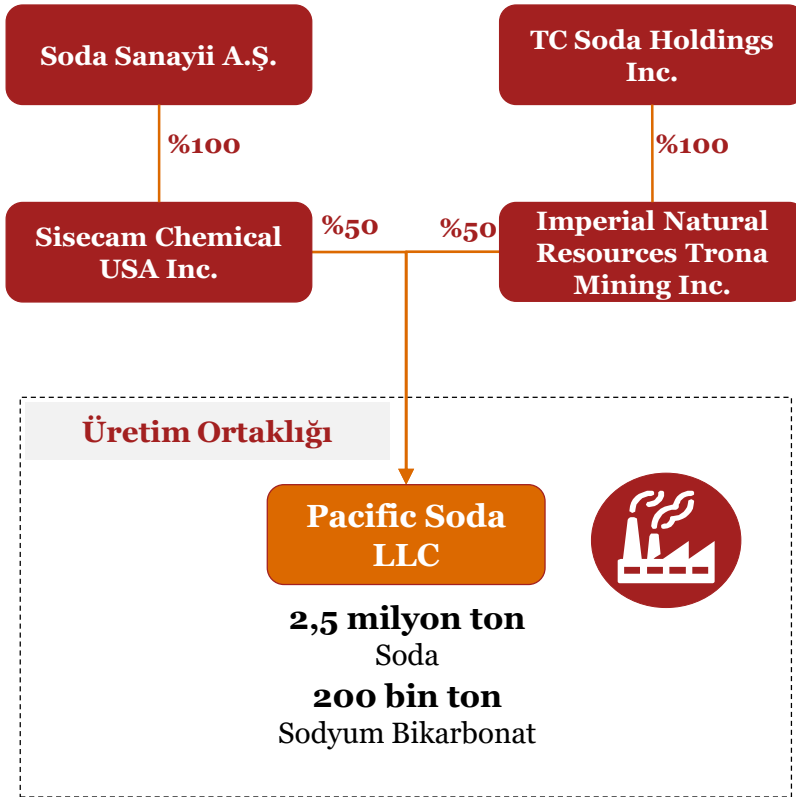
- **Global konum:** Globalde 5. büyük soda üreticisi konumuna ulaşma hedefi
- **Maliyet avantajı:** En düşük soda üretim maliyetine sahip çözeltili madencilik yöntemi ile üretim yapma imkanı
- **Yeni Pazarlar:** Mevcut durumda kısıtlı satış imkanı olan Kuzey, Orta ve Güney Amerika pazarlarına daha kolay erişim imkanı
- **Çevresel etkiler:** Doğal soda üretiminin sentetik sodaya kıyasla çok daha çevre dostu özellikler taşıması

Kaynak: Şirket Yönetimi

Doğal Soda Külü Yatırımı Ortaklık Yapısı

Ciner Grubu ile eşit hissedarlık ve üretim ortaklığı şeklinde gerçekleştirilecek bu projede üretim ve pazarlama operasyonları ayrı şirketlerde gerçekleştirilecektir. Ortaklık üretim şirketinde tesis edilecek, üretim şirketinde taraflar **eşit paya** sahip olacaktır.

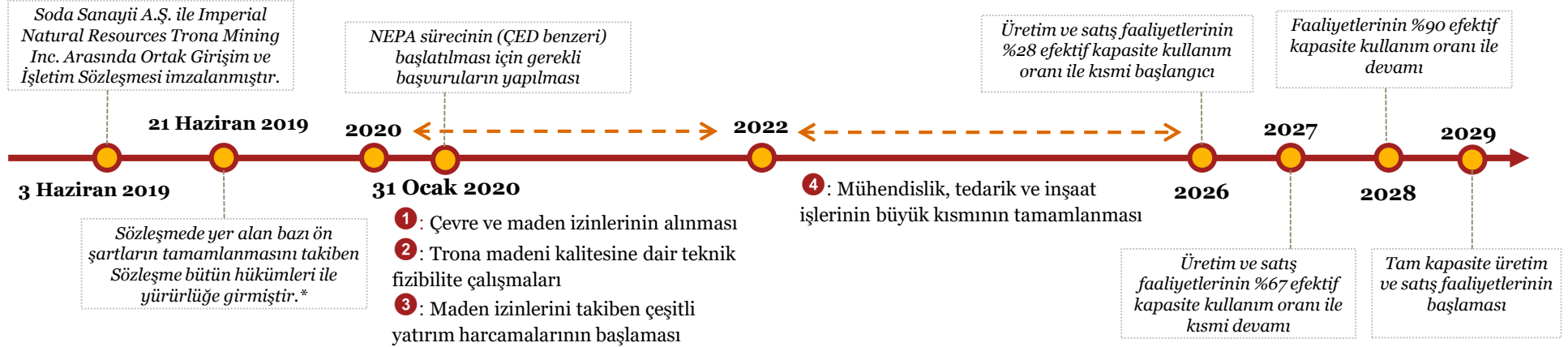
Ortaklık Yapısı



- Ortak Girişim ve İşletim Sözleşmesi, Soda Sanayii A.Ş. ile Imperial Natural Resources Trona Mining Inc. arasında **3 Haziran 2019** tarihinde bir sözleşme imzalanmıştır.
- İmzalanan Sözleşme yanında aynı tarihte Soda Sanayii ile Park Holding A.Ş. arasında bir İş Geliştirme Sözleşmesi imzalanmıştır. İş Geliştirme Sözleşmesi kapsamında Soda Sanayii, Park Holding A.Ş.'ye **75m \$** (+KDV) tutarında fatura karşılığı iş geliştirme bedeli ödemesinde bulunmuştur. İlgili bedel 31.12.2019 itibarıyla SODA konsolide denetlenmiş finansal tablolarında maddi duran varlık olarak sınıflanmıştır.
- Sözleşmede yer alan bazı ön şartların tamamlanmasını takiben **21 Haziran 2019** tarihinde Ortak Girişim ve İşletim Sözleşmesi bütün hükümleri ile yürürlüğe girmiş ve Soda Sanayii A.Ş. tarafından %100 iştiraki olan Şişecam Chemicals US Inc. şirketine devredilmiştir. Kapanış itibari ile ayrıca Imperial elindeki lisansları Pacific Soda LLC'ye devretmiş, Şişecam Chemicals'da Pacific'in hisselerinin %50'sini devralmak üzere ortak girişim kurulmuştur.

Doğal Soda Külü Yatırımı Projenin Zaman Çizelgesi

İlk 2 yıl gerekli izinlerin ve testlerin tamamlanmasını müteakip 4,5 yıl inşaat olmak üzere toplamda 6,5 yıl yatırım dönemi öngörülmektedir. 2020'da başlanması planlanan yatırımın 2026 yılı başında devreye alınması hedeflenmektedir.



1: Alınması gereken izinlerin listesi aşağıda verilmektedir. Süreçte ve izinlerin alınması sırasında beklenmedik bir durum yaşanması halinde 75m \$ tutarındaki ortaklık bedeli Soda Sanayi A.Ş.'ye geri ödenecektir.

1-Rekabetçi Kiralama Süreci	5-Su Kaynağı Fizibilitesi	9-Test Kuyu İnşaatı	13-Gaz Boru Hattı Tasarım	17-Ticari Ölçekli Hava Emisyon İzni
2-Özel Kira Müzakereleri	6-Maden Planı ve NI	10-Mühendislik Tesisi Yolu	14-BLM Kapsamlı NEPA_EIS	18-WY Endüstriyel Yerleşim
3-Yeraltı Suyu İzleme	7-Pilot Kuyu Su Temini	11-Demiryolu Güzergah Seçimi	15-Ticari Ölçekli Su Hakları	
4-Arama - Bölüm 25 ve 27	8-DEQ In - Situ Ar-Ge Lisansı	12-Su Hattı Güzergah Seçimi	16-Ticari Ölçekli Maden İzni	

2: Projenin coğrafi olarak konumlanması planlanan Amerika'nın Wyoming eyaletindeki Green River Havza'sından çıkan trona madeninin konsantrasyonuna dair teknik çalışmalar **Eylül/Ekim 2020** döneminde yapılp 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.

3: Maden izinlerini takiben temel ve detaylı mühendislik ve dizayn çalışmalarının başlaması, proje yönetim ile ilgili giderlerin oluşması ve çeşitli nakliye, sigorta ve finansman giderlerinin oluşmaya başlaması beklenmektedir.

4: 2022 senesinden itibaren mühendislik, tedarik ve inşaat işlerinin büyük kısmının tamamlanması beklenmektedir. Detayları yatırım harcamaları sayfasındadır.

*: Soda Sanayi A.Ş. tarafından Park Holding A.Ş.'ye ödenen 75m \$ tutarındaki iş geliştirme bedelinin, sözleşme yürürlüğe giriş tarihinin 31 Temmuz 2019 tarihinden sonra gerçekleşmiş olması halinde geri alınabilmesine dair bir sözleşme eki bulunmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

Doğal Soda Külü Yatırımı Projenin Riskleri

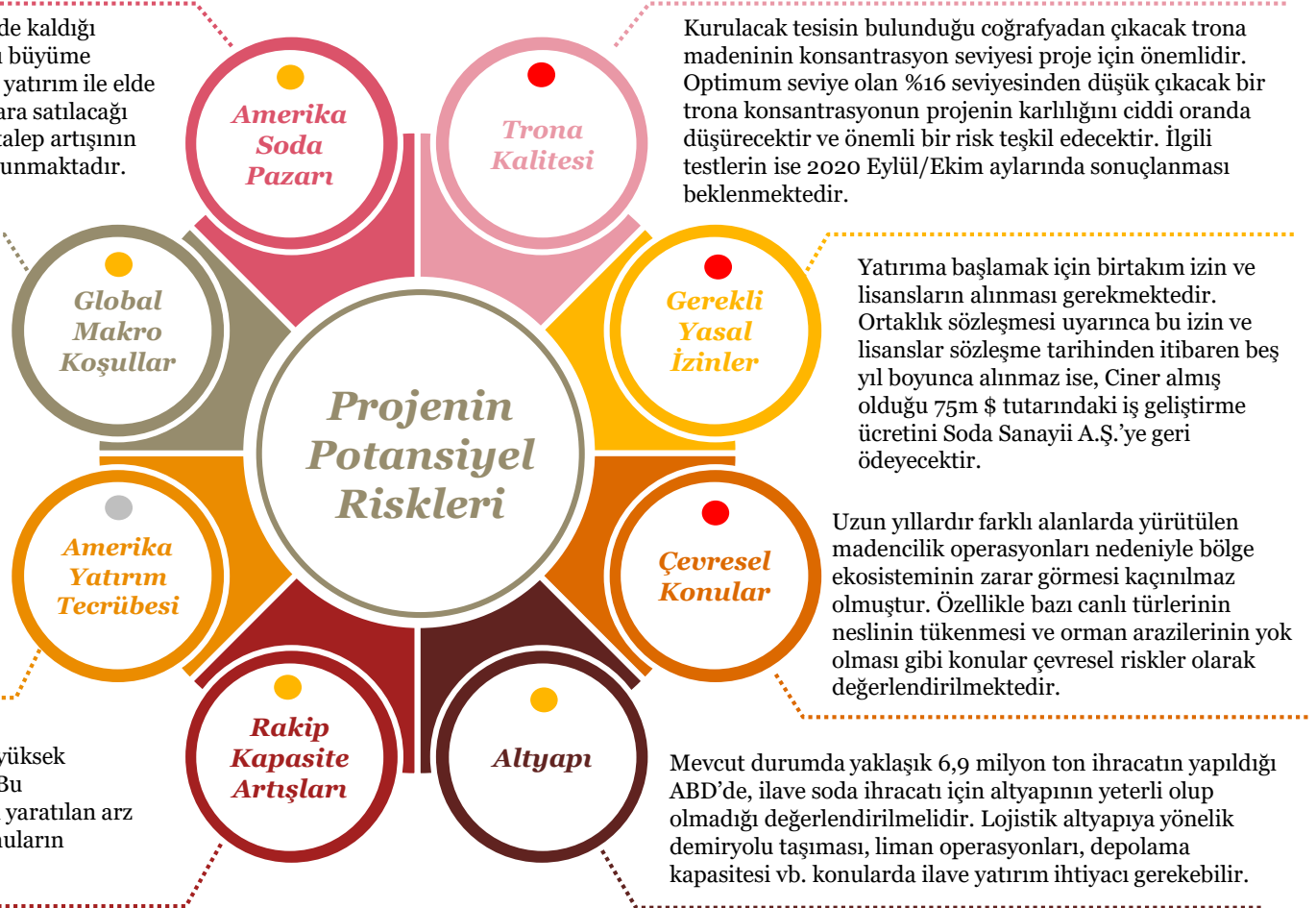
Şişecam ve Ciner Grubu'nun ortaklığında Amerika'da yapılması planlanan doğal soda külü yatırımının potansiyel riskleri aşağıda belirtilmiştir.

ABD iç pazarının yıllar itibarıyla benzer seviyede kaldığı görülmekte olup önümüzdeki yıllarda ise ılımlı büyüme göstermesi beklenmektedir. Finansal modelde yatırım ile elde edilecek kapasitenin yaklaşık %20'sinin iç pazara satılacağı öngörülmektedir. Ancak bu satış için gereken talep artışının beklenen seviyede gerçekleşmeme ihtimali bulunmaktadır.

Yatırım sürecinin uzun olması (6,5 yıl) nedeniyle makro düzeyde oluşabilecek belirsizlikler global büyümenin yavaşlamasına, dolayısıyla soda talebinin olumsuz etkilenmesine neden olabilir.

Şişecam'ın ABD'de daha önce yatırım tecrübesi olmamasına karşın Ciner'in bu pazardaki üretim ve satış bilgisi yatırıma katkı sağlayacak olup olası riskleri azaltacaktır.

Ciner ve diğer büyük rakiplerin Wyoming'de yüksek kapasiteli yatırımlar yapacağı bilinmektedir. Bu yatırımların devreye alma zamanları, pazarda yaratılan arz nedeniyle sektörün nasıl etkileneceği gibi konuların değerlendirilmesi açısından önemlidir.



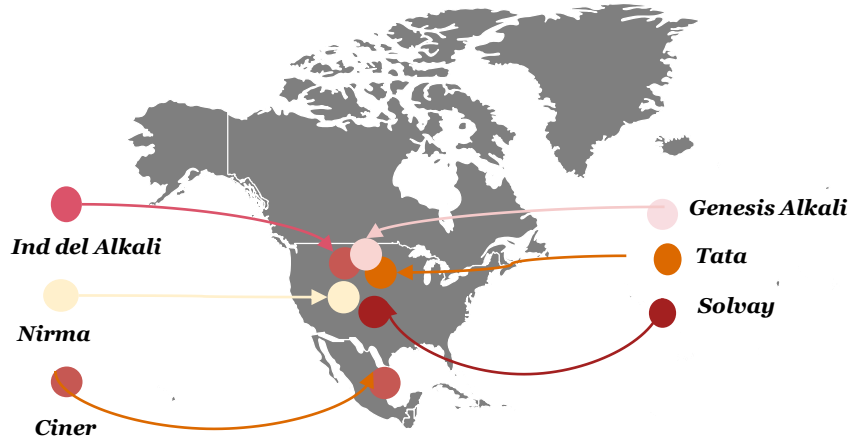
Risk Derecesi	Yüksek
	Orta
	Düşük

Kaynak: Şirket Yönetimi

Doğal Soda Külü Yatırımı Amerika Soda Pazarı

Dünyanın en büyük trona rezervine sahip olan Wyoming'te yeni kapasite artışı yatırımları gündemdedir. Global soda sektörü büyümesi dikkate alındığında, kapasite artışları sonrasında üretiminin %59'unu ihraç eden ABD'den yapılan ihracatın artma potansiyeli bulunmaktadır.

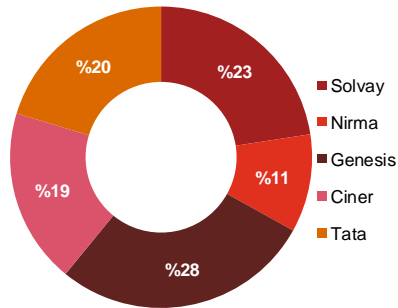
Pazardaki Kapasite ve Rakip Şirketler



2018 yılında ABD'de **12 milyon ton soda üretimi** ve yaklaşık **7 milyon ton ihracat pazarı** (Meksika, Brezilya, Endonezya, Şili, Malezya) bulunmaktadır.

Kapasite Dağılımı, 2018

Amerika Genel Bilgiler, 2018



- Pazar: **9,4 milyon ton**
- Üretim: **12 milyon ton**
- Kapasite: **13,8 milyon ton**
- Pazar Büyümesi (tahmini yıllık ort.): **%2**

Pazardaki Gelişmeler

Rakip Şirket	Gelişme ve Kapasite Artışları
Solvay¹	<ul style="list-style-type: none"> • Mevcut tesislerinde yaklaşık 1 milyon ton soda külü ve 300 bin ton s. bikarbonat kapasite artışı
Ciner	<ul style="list-style-type: none"> • Mevcut tesislerinde yaklaşık 1 milyon ton kapasite artışı, • Yeni yatırım: 2,7 milyon ton (Şişecam %50) • Yeni yatırım: 2,7 milyon ton (başka üretici ile ortaklık ihtimali)
Genesis Alkali	<ul style="list-style-type: none"> • 750 bin ton kapasite artışı planı • Organik ve inorganik büyüme planları
Tata	<ul style="list-style-type: none"> • 750 bin ton kapasite artışı yatırımı • Mithapur tesisinde sodada 200 bin ton , s. bikarbonatta 35 bin ton kapasite artışı • Tuz üretiminde 400 bin ton kapasite artışı

¹ Amerika pazarı dışındaki kapasite artışlarını da kapsamaktadır.

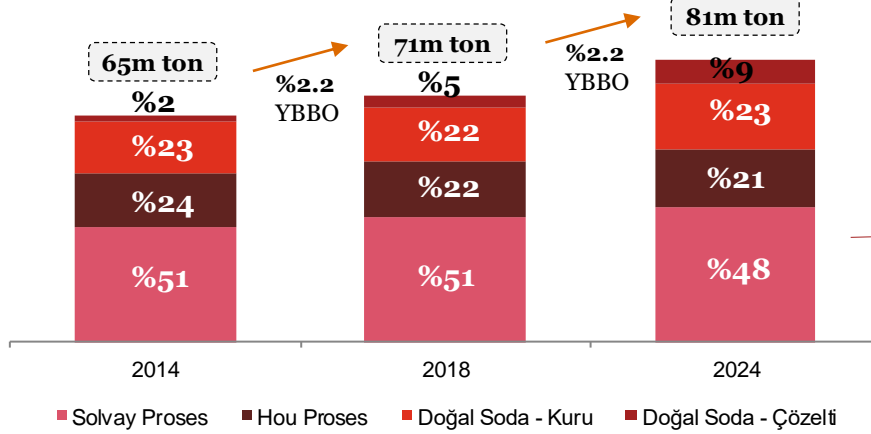
Kaynak: Şirket Yönetimi

Doğal Soda Külü Yatırımı

Doğal Soda / Sentetik Soda

Global soda üretiminin yaklaşık %75'i sentetik %25'i doğal olarak gerçekleşmektedir. Özellikle Amerika'da (12m ton) ve Türkiye'de (4m ton) doğal soda üretimi bulunmaktadır. Sentetik soda üretimine göre daha düşük maliyetler ile üretilebilen doğal soda kapasitesi arttıkça rekabetin de ciddi şekilde artacağı öngörülmektedir.

Üretim Yöntemine Göre Global Soda Kapasitesi



2018-2024 döneminde planlanan kapasite artışlarının büyük kısmı doğal sodadan kaynaklanmakta olup, yeni projelerin devreye alınmasıyla birlikte doğal soda payının %32 seviyesine ulaşması beklenmektedir.

En düşük üretim maliyeti yapısına sahip olan çözelti madenciliği ile üretilen doğal soda kapasitesinin 3 milyon tonun üzerinde artacağı öngörülmektedir.

Kapasite artışları neticesinde, maliyet yapısı nedeniyle rekabetçi olamayan Hou ve Solvay metodunun üretimdeki payının azalması beklenmektedir.

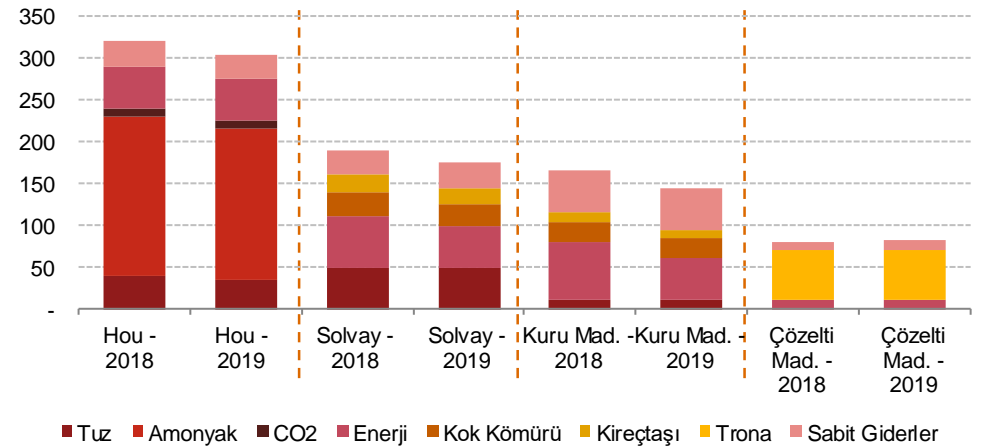
Sentetik Soda

- Hou Proses ve Solvay Proses metodlarıyla üretim yapılmaktadır.
- Hammadde olarak tuz ve kireçtaşı kullanılmaktadır.
- Yüksek enerji kullanımı (10-14 MMBtu/ton)
- Yüksek üretim maliyeti

Doğal Soda

- Kuru madencilik ve çözelti madenciliği metodlarıyla üretim yapılmaktadır.
- Hammadde olarak trona madeni kullanılmaktadır.
- Düşük enerji kullanımı (4-6 MMBtu/ton)
- Düşük üretim maliyeti

Doğal ve Sentetik Soda Üretim Maliyetleri (\$ / ton)



Kaynak: Şirket Yönetimi

Doğal Soda Külü Yatırımı

Yatırım Harcamaları

Yatırım kapsamındaki mühendislik, inşaat ve diğer işlemlerin toplamda (gerekli yasal izinlerin 2022 ilk yarısına kadar alınacağı varsayımı ile) **6,5 yıl** sürmesi beklenmektedir. KDV ve finansman maliyetleri hariç toplam yatırım maliyetinin **1.583m \$** olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

m \$	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Toplam
Anadarko Kira Ödemeleri	8	4	4	4	5	0	0	27
Soda Tesisi	-	-	-	144	289	289	-	722
Ekipman	-	-	-	46	93	93	-	232
Tedarik Ekipmanları	-	-	-	70	140	140	-	350
İnşaat	-	-	-	28	56	56	-	140
Kojenerasyon Tesisi	-	-	-	34	68	68	-	171
Ekipman	-	-	-	16	32	32	-	80
İnşaat ve Tedarik Ekipmanları	-	-	-	18	36	36	-	91
Kuyu Kazma	-	-	-	82	110	82	-	274
Ekipman	-	-	-	26	34	26	-	85
İnşaat ve Tedarik Ekipmanları	-	-	-	57	76	57	-	189
Endirek Maliyetler	42	42	24	17	17	10	44	198
Temel Detaylı Mühendislik Dizayn	26	26	-	-	-	-	-	52
Proje Yönetimi Giderleri	5	5	5	5	5	5	5	35
Kuruluş Maliyetleri	-	-	-	-	-	-	21	21
Denetim ve Gözetim Maliyetleri	3	3	3	3	3	-	-	15
Taşıma & Nakliye	4	4	4	4	4	-	-	22
Sigorta	0	0	0	1	1	1	1	5
Finans	0	0	8	0	0	0	0	9
Yedek Parça	-	-	-	-	-	-	14	14
İhtiyatlılık Maliyetleri	4	4	4	4	4	4	4	27
Yüzey Hazırlama	-	-	-	12	16	12	-	40
Su Boru Hattı (20 mil)	-	-	-	-	-	23	23	46
Elektrik İletim Hattı	-	-	-	-	-	9	9	18
Tren Yolu ve Ulaşım	-	-	-	-	-	25	25	50
Doğal Gaz Boru Hattı	-	-	-	-	-	9	9	18
Diğer	-	-	-	5	5	5	5	20
Toplam	51	46	29	299	510	533	115	1.583

Projenin toplam yatırım maliyeti **1.583m \$** olarak öngörülmüştür. Ortaklık sözleşmesi kapsamında bu tutar iki grup arasında eşit oranda paylaşılacaktır.

Yatırımın en önemli unsurları olan soda tesisi, kojenerasyon tesisi ve kuyu kazma ile ilgili işlemlerin, **2023** senesinde başlayacağı öngörülmüştür.

Bu 3 önemli yatırım kaleminin **1.167m \$** tutarında gerçekleşmesi öngörülmüş olup toplam yatırım tutarının yaklaşık **%73**'ünü oluşturmaktadır.

Şişecam yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre ABD Wyoming Eyaleti'nde yatırım kapsamındaki harcamalar için herhangi bir KDV yükümlülüğü doğmamaktadır. Bu nedenle çalışmalarımızda yatırım harcamaları KDV hariç olarak dikkate alınmıştır.

*Gerekli yasal izinlerin alınma süresinde herhangi bir gecikme olması ve ana yatırım harcamalarının daha sonraki senelere ertelenmesi halinde öngörülen yatırım tutarlarında (özellikle inşaat ve ekipman harcamaları ile ilgili) bir miktar artış gözlemlenebilir.

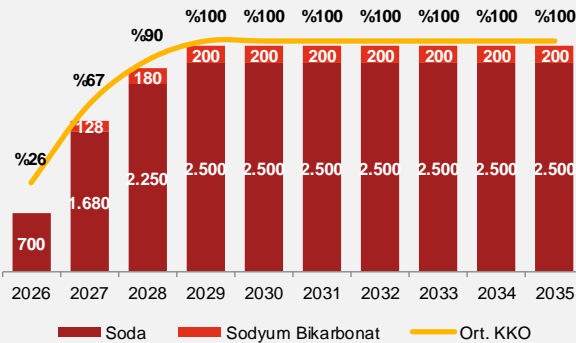
Doğal Soda Külü Yatırımı Temel Varsayımlar (1/3)

Satışlar

Satış Hacmi

- 2026 senesinde üretim ve satış faaliyetlerinin kısmi olarak başlayacağı öngörülmektedir. Sodyum bikarbonat satışı beklenmezken soda satışlarının ise **700 bin ton** seviyesinde olması beklenmektedir (**%26 ort. KKO**).
- 2027-2028 senesinde ise diğer hatlarında devreye girmesiyle sırasıyla **%67 ve %90 ort. KKO** yakalanması hedeflenmektedir.
- 2029 ve sonraki senelerde ise üretimin tam kapasite olacağı varsayımıyla (**2.500 bin ton soda ve 200 bin ton sodyum bikarbonat**) ilerlenmiştir.

Toplam Satış Hacmi (bin ton)



Satış Fiyatı

- Satış fiyatları belirlenirken önce fabrika çıkış fiyatları tahmin edilip üzerine iç nakliye ve ambalaj giderleri yansıtılarak hesaplamalar yapılmıştır.
- Fabrika çıkış fiyatları (ex-works) SODA yönetimi tarafından sağlanmıştır. Sağlanan yönetim fiyat verileri, IHS isimli bir pazar araştırma firmasının 2024 senesine kadar olan soda fiyat tahminleri baz alınarak oluşturulmuştur. 2024 senesinden sonra ise soda fiyatlarının \$ enflasyon oranı (%2) ile büyüyeceği öngörülmüştür.
- Fiyatlar belirlenirken soda ve sodyum bikarbonat ayırımı ile Amerika içi ve uluslararası satış fiyatları ayrıca dikkate alınmıştır.

Satış Fiyatı (\$/ton)

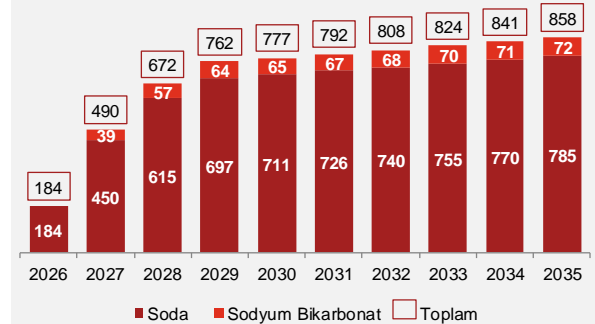
\$/ton	2026	2027	2028	2029	2030
Soda - Amerika	210	214	219	223	227
Soda - Uluslararası	190	194	198	202	206
Sodyum Bikarbonat - Amerika	258	263	268	274	279
Sodyum Bikarbonat - Uluslararası	190	194	198	202	206

\$/ton	2031	2032	2033	2034	2035
Soda - Amerika	232	237	241	246	251
Soda - Uluslararası	210	214	219	223	228
Sodyum Bikarbonat - Amerika	285	290	296	302	308
Sodyum Bikarbonat - Uluslararası	210	214	218	223	227

Satış Gelirleri

- Satışların hacimsel, lokasyon bazlı ve paketleme bazlı dağılım öngörüsü Şirket yönetimi tarafından sağlanmıştır.
- Soda satışlarının **%20**'sinin Amerika içine, kalanının ise uluslararası müşterilere satılması; sodyum bikarbonatta ise Amerika içi ve uluslararası satışların **eşit oranda (%50-%50)** dağılacağı öngörülmüştür.
- Soda'nın Amerika içi satışlarının **%25**'i, uluslararası satışlarının ise **%15**'inin ambalajlı olarak satılması; sodyum bikarbonat'ın ise Amerika ve uluslararası satışlarının **%60**'ünün ambalajlı olarak satılacağı varsayılmıştır.

Toplam Satış Gelirleri (m \$)



Kaynak: Şirket Yönetimi

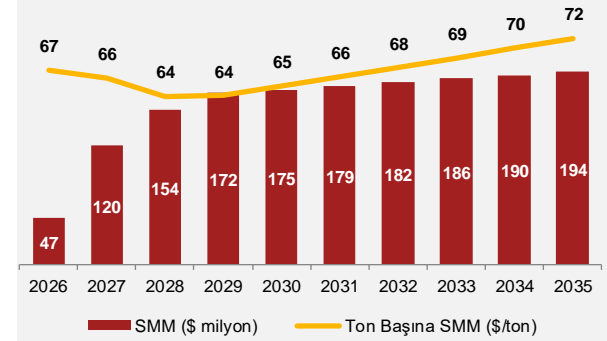
Doğal Soda Külü Yatırımı

Temel Varsayımlar (2/3)

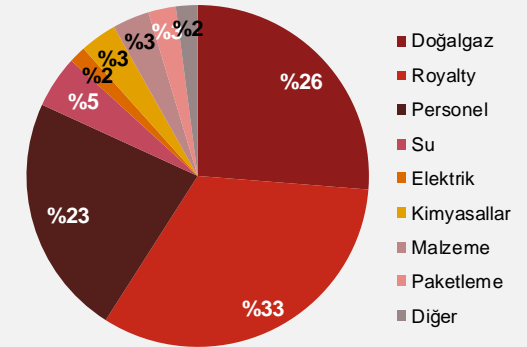
Satışların Maliyeti

- Yatırıma yönelik teknik maliyet öngörülere SODA yönetimi ve teknik ekipleri ile tartışılarak oluşturulmuştur. Soda üretim tesisinin yanında yapılması planlanan kojenerasyon tesisi temel olarak tesisin elektrik ihtiyacının bir kısmını karşılamak amacıyla kurulacaktır. Üretilmesi gereken elektrik için ise en büyük maliyet kalemlerinde biri doğalgaz olacaktır. Dışarıdan alınan elektrik miktarı da hesaba katıldıktan sonra tesislerin toplam doğalgaz ihtiyacının yıllık ortalama **345 milyon m³** olması öngörülmüştür.
- Ayrıca, Kuzey Amerika'da kaya gazının rezerv olarak bolluğu, buna karşın ABD dışındaki coğrafyalara boru hattı ile ulaşımın zor olması, bölgede bir arz bolluğu yaratmaktadır. Bu nedenle, enerjide ana girdi olan doğal gaz diğer kıtalara kıyasla daha ucuz bir enerji kaynağı olarak kullanılmaktadır.
- Yapılması planlanan su borusu altyapısı ve pompa istasyonu ile Green River havzasındaki su yataklarından su çekilmesi planlanmaktadır. Bütün üretim için saatlik su ihtiyacının yaklaşık **700 m³** olması beklenmektedir.
- Kurulması planlanan kojenerasyon tesisinin kurulu gücü **110 MW** olacaktır. Fakat bu kapasitenin bütün tesis için yeterli olmayacağı ve toplam elektrik ihtiyacının %5'inin dışarıdan alınması beklenmektedir.
- Bütün tesis tam kapasite çalışırken üretimde çalışacak yaklaşık **215 personel** olması beklenmektedir.
- Ambalajlı satışlar için paketleme giderleri soda ve sodyum bikarbonat ürünleri için ayrıca takip edilmiştir. Ambalaj maliyetleri için SODA yönetimi ve satış ekibi ile görüşülerek mevcut operasyonlardan karşılaştırma yapıp Amerika piyasası dinamikleri düşünülerek varsayım yapılmıştır. Ambalajlı soda satışları için ton başına günümüz fiyatlarıyla **7 \$'ı** olması beklenen birim maliyet, sodyum bikarbonat için **9 \$** olarak öngörülmüştür.
- Devlet Hakkı (royalti) gideri ise toplam satış gelirinin **% 8'i** olarak öngörülmüştür.
- Malzeme ve bakım onarım gideri 2020 fiyatlarıyla ton başına **2 \$** olarak, aynı şekilde üretime girmesi planlanan diğer çeşitli kimyasallar da ton başına **2 \$** olarak öngörülmüştür.

Satışların Maliyeti (m \$)



Satışların Maliyetinin Kırılımı



Kaynak: Şirket Yönetimi

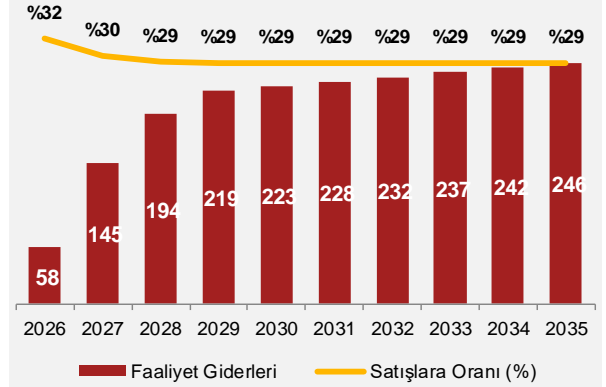
Doğal Soda Külü Yatırımı

Temel Varsayımlar (3/3)

Faaliyet Giderleri

- Satış faaliyetlerine yönelik oluşabilecek maliyet kalemleri ve temel varsayımlar SODA yönetimi ve satış ekibi tarafından sağlanmıştır. İç nakliye giderleri soda ve sodyum bikarbonat ürünlerinin Amerika ve uluslararası satışları için ayrı ayrı hesaplanmıştır. Soda ürününün Amerika içi ve uluslararası ton başına iç nakliye giderleri 2020 reel fiyatlarıyla sırasıyla 85 \$ ve 53 \$ olarak belirlenmiştir. Sodyum bikarbonat ürünü için aynı fiyatlar sırasıyla 75 \$ ve 53 \$ olarak belirlenmiştir.
- Üretim faaliyetlerinin tam kapasite devam ettiği dönemlerde satış pazarlama departmanı personel sayısı 51 olarak belirlenmişken genel yönetim departmanı personel sayısı 25 olarak belirlenmiştir.
- Satışların %75'inin direkt veya distribütör aracılığıyla yapılacağı öngörülmüş olup satışların bu kısmı için herhangi bir komisyon ödenmeyeceği öngörülmüştür. Kalan %25'lik kısım için ise %4 komisyoncu komisyonu ödeneceği öngörülmüştür. Ayrıca, uluslararası satışlar için beyanname ve liman masraflarını kapsayacak şekilde ton başına 0,25 \$ gümrükleme gideri öngörülmüştür.
- Ayrıca toplam satışların sırasıyla %0,1'i ve %0,5'i olacak şekilde banka masraf giderleri ve diğer giderler öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri (m \$)



Vergi

- Şirket 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.

NİS

- SODA yönetiminden alınan bilgiler doğrultusunda, net işletme sermayesinin satış gelirlerine oranı projeksiyon dönemi boyunca %14 olarak dikkate alınmıştır.

Rezerv

- SODA yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre, yıllık 2,5 m ton üretim planlaması ile maden rezerv ömrünün 2026 yılından itibaren 60 yıl süreceği varsayılmıştır. Bunun sonucunda değerlendirme çalışması kapsamında 2085 senesine kadar tahminde bulunulmuştur.

Ekler

7	Sözleşme	233
8	Görüşülen Kişiler	238
9	Bilgi Kaynakları	244
10	Makroekonomik Varsayımlar	251
11	İndirgenmiş Nakit Akımları	254
12	Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	301
13	Karşılaştırılabilir Şirketler	302
14	Beta ve AOSM Analizi	348
15	Kısaltmalar	390

Sözleşme (1/5)

PwC Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
Kuşçumesci Cad. 8/2 Plaza Katı
Etiler, Beşiktaş / İstanbul - Türkiye
www.pwc.com.tr
Talebinizi bizimle paylaşın
Faks: 0212 321 10 00
Merkezi: 0212 321 00 00

GİZLİ & ÖZEL

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
Kuşçumesci Cad. 8/2 Plaza Katı
Etiler, Beşiktaş / İstanbul
www.pwc.com.tr

Konuların Tanımlanması ve Tanımlanmış Terimlerin Tanımlanması

Bu sözleşme, Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. ("Şirket") ile "Birleşecek Şirketler" arasında imzalanmıştır. "Birleşecek Şirketler" kavramı, "Birleşecek Şirketler" listesinde belirtilen Şirketler ile birlikte, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar. "Birleşecek Şirketler" kavramı, "Birleşecek Şirketler" listesinde belirtilen Şirketler ile birlikte, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar.

1. Hizmetin Kapsamı

Şirketin Birleşecek Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir:

- 1) Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
- 2) Türkiye Cam Şişeleri A.Ş.
- 3) Anadolu Cam Şişeleri A.Ş.
- 4) Pamuklu Cam Şişeleri ve Tineret A.Ş.
- 5) Denizli Cam Şişeleri A.Ş.
- 6) Suda Şişeleri A.Ş.

"Birleşecek Şirketler" terimi, "Birleşecek Şirketler" listesinde belirtilen Şirketleri kapsar.

Şirketin Birleşecek Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir. Bu hizmetler, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar.

2. Değerleme Yöntemleri

Değerleme raporlarında kullanılacak yöntemler "Birleşecek Şirketler" listesinde belirtilen Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki yöntemlerdir:

PwC

© 2020 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgeyi PwC Türkiye ile paylaşmak, yayımlamak veya başka bir şekilde kullanmak yasaktır. PwC Türkiye'nin bu belgeyi hazırladığı diğer hizmetler için ayrı ayrı sözleşmeler geçerlidir.

1/4

2.3. Güzel Yalpakçısı - Endüstriyel Nakit Akışları (INA) Yöntemi

Bu yöntem, şirketin nakit akışları, diğer finansal verileri, pazar payı, pazar potansiyeli, müşteri sadakati ve diğer faktörleri dikkate alarak, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Güzel Yalpakçısı, bu yöntem için "Güzel Yalpakçısı" adıyla bilinen bir yazılım kullanır. Bu yazılım, şirketin finansal verilerini analiz eder ve şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

Endüstriyel Nakit Akışları Yöntemi, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

2.4. Piyasa Yalpakçısı - Karşılaştırılabilir Şirketler Yöntemi

Piyasa Yalpakçısı, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

Piyasa Yalpakçısı, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

2.5. Net Aktif Değer Yöntemi

Net Aktif Değer Yöntemi, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

Net Aktif Değer Yöntemi, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

2.6. Borsa Yöntemi

Bu yöntem, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

Bu yöntem, bir şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar. Bu yöntem, şirketin nakit akışlarının tahmini yapılmasını sağlar.

3. Yöntem Tarafından Sağlanan Bilgilerin Doğruluğu

Değerleme raporlarında kullanılacak yöntemlerin doğruluğu, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki yöntemlerdir:

PwC

© 2020 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgeyi PwC Türkiye ile paylaşmak, yayımlamak veya başka bir şekilde kullanmak yasaktır. PwC Türkiye'nin bu belgeyi hazırladığı diğer hizmetler için ayrı ayrı sözleşmeler geçerlidir.

2/4

4. Çalışma Planı ve Süresi

Çalışma planı, Şirketin Birleşecek Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri kapsar. Çalışma planı, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar.

Çalışma planı, Şirketin Birleşecek Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri kapsar. Çalışma planı, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar.

Çalışma planı, Şirketin Birleşecek Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri kapsar. Çalışma planı, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar.

5. Proje Ekibi

Bu projeye ilişkin, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir.

6. Ücret

Bu projeye ilişkin, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki ücretleri talep etmektedir.

7. Sorumluluk Sınırlaması

PwC, bir şirketin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir. PwC, bir şirketin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir.

PwC, bir şirketin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir. PwC, bir şirketin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir.

8. Danışmanlık Sözleşmesi Arzına Genel Şartları ("Arzın Genel Şartları")

Bu sözleşme, Şirketin Birleşecek Şirketlerin finansal raporlarının hazırlanması ve denetlenmesi için aşağıdaki hizmetleri talep etmektedir. Bu sözleşme, Şirketin kontrolünde bulunan ve Şirketin kontrolünde olmayan diğer Şirketleri de kapsar.

PwC

© 2020 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgeyi PwC Türkiye ile paylaşmak, yayımlamak veya başka bir şekilde kullanmak yasaktır. PwC Türkiye'nin bu belgeyi hazırladığı diğer hizmetler için ayrı ayrı sözleşmeler geçerlidir.

3/4

Sözleşme (5/5)

Anlaşma Genel Şartları	
<p>11. Tanımlar</p> <p>11.1 Sözleşmede aşağıdaki kavramlar ve ifadeler yazılarda yer alan anlamları taşıyacaktır:</p> <p>PwC - Kuruluş - İsmiyle aşağıdaki Privatisasyon/Coopers girişimci ve kuruluşlar eşit şekilde herhangi bir kuruluş ya da ortaklık</p> <p>Hissedarlar - Hizmet sözleşmesinde belirtilen kişiler</p> <p>Sözleşme - Bu koşullar ve diğer eklerle hizmet sözleşmesi (varsa çizelgeler dahil)</p> <p>PwC - BJK Plan, Süleyman Selim Çakır No 48 B Blok Kat: 10 Akademi Beşiktaş 34357</p>	<p>İstanbul-Türkiye adresinde kayıtlı ve Privatisasyon/Coopers üyesi PwC Türkiye Danışmanlığı A.Ş.</p> <p>Müşteri - Sözleşmenin tarafları ya da tarafları (PwC Inc.)</p> <p>Fikri mülkiyet - patentler, ticari markalar, hizmet markaları, isimler hakları (imzalı olan olmayan), yukarıda listelenen herhangi bir diğer ilgili haklar, telif hakları, know-how, sırrar ticari ve herhangi bir gizli bilgi verileri veya diğer benzer mülkiyet hakları.</p> <p>Materyal - yazılı, ağız, görsel, kaydedilmiş her türlü belge</p>
<p>İmza: </p> <p>Yetkili İsim: Taha İnan</p> <p>Ünvanı: Baş Mühür Müdürü</p> <p>Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.</p> <p>Tarih: 31/01/2020</p> <p> Mustafa Kemal Mali Kontrol ve Kurulum Müdürü 31/01/2020</p>	<p>İmza: </p> <p>Yetkili İsim: Serkan Adan</p> <p>Ünvanı: Ortak</p> <p>PwC Yürütme Danışmanlığı A.Ş.</p> <p>Tarih: 31.01.2020</p>

Görüşülen Kişiler (1/6)

SISE

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Görkem ELVERİCİ	SISE	Başkan, Mali İşler
Gökhan GÜRALP	SISE	Mali Kontrol ve Raporlama Direktörü
Tolga İŞMEN	SISE	Baş Hukuk Müşaviri
Özlem VERGON	SISE	Başkan, Strateji
Başak ÖGE	SISE	Koordinatör, Kurumsal Yönetim ve Uyum
Murat Ardıç YILMAZ	SISE	Stratejik Planlama ve Portföy Yönetimi Direktörü

Görüşülen Kişiler (2/6)

SISE – Diğer Şirketler

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Ahmet ÇELİK	Şişecam Holding	Mali Kontrol ve Yasal Raporlama Yöneticisi
İlker ALBAYRAK	Şişecam Dış Ticaret	Genel Muhasebe Şefi
Nihal TOPÇUOĞLU	Çayırova Cam Sanayii	Muhasebe Müdürü
Hasan SAÇAN	Şişecam Sigorta	Muhasebe Şefi
Namık BAYDEMİR	Şişecam Enerji / Camış Elektrik	Şişecam Enerji A.Ş. Genel Müdürü
Batu BİLGE	Şişecam Enerji / Camış Elektrik	Enerji Ticaret Müdürü
Güler GÜRSES	Şişecam Enerji / Camış Elektrik	Muhasebe Müdürü
Osman KORALAY	Şişecam Çevre Sistemleri	Genel Müdür
Pınar ÜNAL	Şişecam Çevre Sistemleri	Mali İşler Yöneticisi
Tarkan ÜZMEZ	Camış Ambalaj	Muhasebe Müdürü
Mutlu YÜKSEL	Camış Ambalaj	Fabrika Müdürü
Mehmet AKGÜN	Camış Madencilik	Maden Arama ve Gelistirme Müdürü
Burak EKER	Camış Madencilik	Üretim Planlama Sefi
Özgür BALCI	Camış Madencilik	İş Geliştirme Şefi
Tarık ELMALI	Camış Madencilik	Sağlık Emniyet ve Çevre Müdürü
Burcu ÖNER	Camış Madencilik	Muhasebe Müdürü
İlknur KOZCAZ	Soda	Stratejik Planlama Uzmanı
Saynur DAĞLI	Soda	Bütçe ve Mali Kontrol Uzmanı

Görüşülen Kişiler (3/6)

TRKCM

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Ebru ŞAPOĞLU	TRKCM	Pazarlama ve Satış Başkan Yardımcısı
Bülent AYDIN	TRKCM	Stratejik Planlama Direktörü
Bünyamin ARSLAN	TRKCM	Bütçe ve Mali Kontrol Müdürü – Mimari Cam
Ufuk YAMAK	TRKCM	Bütçe ve Mali Kontrol Müdürü – Otomotiv Camı
Ahmet DERViŞ	TRKCM	İş Geliştirme Müdürü
Ege ÖZGÜVEN	TRKCM	Kıdemli Stratejik Planlama Uzmanı
Orçun KAHYAOĞLU	TRKCM	Kıdemli Stratejik Planlama Uzmanı
Tansu AKALIN	TRKCM	Kıdemli Bütçe ve Mali Kontrol Uzmanı
Ahmet ÖZTÜRK	TRKCM	Bütçe ve Mali Kontrol Uzmanı
Ezgi UÇAR	TRKCM	Stratejik Planlama Uzman Yardımcısı
Fatih TAVMAN	TRKCM	Stratejik Planlama Uzman Yardımcısı
Melek AK	TRKCM	İş Geliştirme Uzman Yardımcısı

Görüşülen Kişiler (4/6)

ANACM

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Sibel KOÇ KARACAOĞLU	ANACM	Mali İşler Direktörü
Selim KALKAN	ANACM	Stratejik Planlama Direktörü
İlker GÜVEN	ANACM	Bütçe ve Mali Kontrol Müdürü
Hasan TUNÇ	ANACM	Stratejik Planlama Uzmanı
Sibel TEMURLENK	ANACM	Stratejik Planlama Uzman Yardımcısı

Görüşülen Kişiler (5/6)

PASAB & DENCM

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Başar TIRPANCI	PASAB	Stratejik Planlama Direktörü
Erkan TAŞDEMIRCI	PASAB	Bütçe ve Mali Kontrol Müdürü
Deniz KILIÇDERE	PASAB	İş Geliştirme Müdürü
Burak DURMAZ	PASAB	Stratejik Planlama Uzman Yardımcısı
Serpil BEŞBAŞ	PASAB	Mali İşler Müdürü- Paşabahçe Mağ.
Semra YAZKAN	PASAB	Bütçe Kontrol Yöneticisi- Paşabahçe Mağ.

Görüşülen Kişiler (6/6)

SODA

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Fehmi ALANLI	SODA	Pazarlama ve Satış Başkan Yardımcısı
Hidayet ÖZDEMİR	SODA	Üretim Başkan Yardımcısı-Danışman
Umut Barış DÖNMEZ	SODA	Mali İşler Direktörü
Selma AKYOL	SODA	Tedarik Zinciri Direktörü
Nedim KULAKSIZOĞLU	SODA	Mali İşler Direktörü- Pacific LLC
Tuğrul ERHAN	SODA	Pazarlama ve Satış Grup Müdürü- Soda
Aylin ERENTÜRK	SODA	Yurtdışı Satış Müdürü
Gülşay TEZCAN	SODA	Bütçe ve Mali Kontrol Uzmanı
Ece Keklik ÖLMEZ	SODA	Stratejik Planlama Uzmanı
Serra NEMUTLU	SODA	Stratejik Planlama Uzmanı
Azize DEMİR	SODA	Stratejik Planlama Uzmanı Yrd.

Bilgi Kaynakları (1/7)

TRKCM

Finansal Bilgi	Şirket Adı	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar	TRKCM	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tablolar, ilgili konsolidasyon çalışması ve denetim raporları
Solo Mali Tablolar	TRKCM	Düzcamlar grubu altındaki bütün şirketler için, TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tabloların hazırlanmasına baz oluşturan, şirket bazlı, solo finansal raporlama paketleri
İş Planları	TRKCM	Düzcamlar grubu içerisindeki bütün şirketler için TRKCM yönetimi tarafından hazırlanmış ve 2020-2025 dönemlerini kapsayan, fiyat, hacim, satış, maliyet, yatırım harcaması, kapasite ve işletme sermayesi bilgilerin içeren detaylı iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri ve Vergi Teşvik Belgeleri	TRKCM	Kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararlarının tespit edilebilmesi için kurumlar vergisi beyannameleri ve vergi teşvik belgeleri temin edilmiştir.
Stratejik Plan Sunumları ve Diğer Temel Bilgiler	TRKCM	<ul style="list-style-type: none"> • Üretim kapasitesi, fırın sayısı, personel sayısı, markalar • Güncel ortaklık yapısı • Sabit kıymet hareket tabloları • TRKCM ve solo şirketler özelindeki tarihsel gelişmeler ve güncel durum • Mimari cam ve otomotiv camı pazarlarına ilişkin temel bilgiler ve öngörüler • Düzcamlar Grubu içerisindeki şirketler için finansman nitelikli borç ve alacakların detayları • Düzcamlar Grubu içerisindeki şirketler için faaliyetler ilişkisi olmayan varlık yükümlülükler, bir defaya mahsus gelir ve giderlerle ilgili bilgiler

Bilgi Kaynakları (2/7)

ANACM

Finansal Bilgi	Şirket Adı	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar	ANACM	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tablolar, ilgili konsolidasyon çalışması ve denetim raporları
Solo Mali Tablolar	ANACM	Cam Ambalaj grubu altındaki bütün şirketler için, TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tabloların hazırlanmasına baz oluşturan, şirket bazlı, solo finansal raporlama paketleri
İş Planları	ANACM	Cam Ambalaj grubu içerisindeki bütün şirketler için ANACM yönetimi tarafından hazırlanmış ve 2020-2025 dönemlerini kapsayan, fiyat, hacim, satış, maliyet, yatırım harcaması, kapasite ve işletme sermayesi bilgilerin içeren detaylı iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri ve Vergi Teşvik Belgeleri	ANACM	Kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararlarının tespit edilebilmesi için kurumlar vergisi beyannameleri ve vergi teşvik belgeleri temin edilmiştir.
Stratejik Plan Sunumları ve Diğer Temel Bilgiler	ANACM	<ul style="list-style-type: none"> • Üretim kapasitesi, fırın sayısı, personel sayısı • 2020 yılı bütçesine dair detaylı gelir ve maliyet çalışmaları • Güncel ortaklık yapısı • Sabit kıymet hareket tabloları • Cam Ambalaj grubu ve solo şirketler özelindeki tarihsel gelişmeler ve güncel durum • Cam ambalaj pazarına ilişkin temel bilgiler ve öngörüler • Doğu Avrupa Yatırımı'na ilişkin temel bilgiler, sunumlar ve detaylı fizibilite çalışması • Cam Ambalaj Grubu içerisindeki şirketler için finansman nitelikli borç ve alacakların detayları • Cam Ambalaj Grubu içerisindeki şirketler için faaliyetler ilişkisi olmayan varlık yükümlülükler, bir defaya mahsus gelir ve giderlerle ilgili bilgiler

Bilgi Kaynakları (3/7)

PASAB

Finansal Bilgi	Şirket Adı	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar	PASAB	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tablolar, ilgili konsolidasyon çalışması ve denetim raporları
Solo Mali Tablolar	PASAB	Cam Ev Eşyası grubu altındaki bütün şirketler için, TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tabloların hazırlanmasına baz oluşturan, şirket bazlı, solo finansal raporlama paketleri
İş Planları	PASAB	Cam Ev Eşyası grubu içerisindeki bütün şirketler için PASAB yönetimi tarafından hazırlanmış ve 2020-2025 dönemlerini kapsayan, fiyat, hacim, satış, maliyet, yatırım harcaması, kapasite ve işletme sermayesi bilgilerin içeren detaylı iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri ve Vergi Teşvik Belgeleri	PASAB	Kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararlarının tespit edilebilmesi için kurumlar vergisi beyannameleri ve vergi teşvik belgeleri temin edilmiştir.
Stratejik Plan Sunumları ve Diğer Temel Bilgiler	PASAB	<ul style="list-style-type: none"> • Üretim kapasitesi, fırın sayısı, personel sayısı • 2020 yılı bütçesine dair detaylı gelir ve maliyet çalışmaları • Güncel ortaklık yapısı • Sabit kıymet hareket tabloları • Cam Ev Eşyası grubu ve solo şirketler özelindeki tarihsel gelişmeler ve güncel durum • Cam Ev Eşyası pazarına ilişkin temel bilgiler ve öngörüler • Cam Ev Eşyası grubu içerisindeki şirketler için finansman nitelikli borç ve alacakların detayları • Cam Ev Eşyası grubu içerisindeki şirketler için faaliyetler ilişkisi olmayan varlık yükümlülükler, bir defaya mahsus gelir ve giderlerle ilgili bilgiler

Bilgi Kaynakları (4/7)

DENCM

Finansal Bilgi	Şirket Adı	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar	DENCM	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tablolar, ilgili konsolidasyon çalışması ve denetim raporları
Solo Mali Tablolar	DENCM	DENCM için, TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tabloların hazırlanmasına baz oluşturan, bağımsız denetiminden geçmiş, şirket bazlı, solo finansal raporlama paketleri
İş Planları	DENCM	DENCM için, DENCM yönetimi tarafından hazırlanmış ve 2020-2025 dönemlerini kapsayan, fiyat, hacim, satış, maliyet, yatırım harcaması, kapasite ve işletme sermayesi bilgilerin içeren detaylı iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri ve Vergi Teşvik Belgeleri	DENCM	Kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararlarının tespit edilebilmesi için kurumlar vergisi beyannameleri ve vergi teşvik belgeleri temin edilmiştir.
Stratejik Plan Sunumları ve Diğer Temel Bilgiler	DENCM	<ul style="list-style-type: none"> • Üretim kapasitesi, fırın sayısı, personel sayısı • 2020 yılı bütçesine dair detaylı gelir ve maliyet çalışmaları • Güncel ortaklık yapısı • Sabit kıymet hareket tabloları • DENCM şirketi özelindeki tarihsel gelişmeler ve güncel durum • Cam Ev Eşyası pazarına ilişkin temel bilgiler ve öngörüler • DENCM için finansman nitelikli borç ve alacakların detayları • DENCM için faaliyetler ilişkisi olmayan varlık yükümlülükler, bir defaya mahsus gelir ve giderlerle ilgili bilgiler

Bilgi Kaynakları (5/7)

SODA

Finansal Bilgi	Şirket Adı	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar	SODA	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tablolar, ilgili konsolidasyon çalışması ve denetim raporları
Solo Mali Tablolar	SODA	Kimyasallar grubu altındaki bütün şirketler için, TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tabloların hazırlanmasına baz oluşturan, şirket bazlı, solo finansal raporlama paketleri
İş Planları	SODA	Kimyasallar grubu içerisindeki bütün şirketler için SODA yönetimi tarafından hazırlanmış ve 2020-2025 dönemlerini kapsayan, fiyat, hacim, satış, maliyet, yatırım harcaması, kapasite ve işletme sermayesi bilgilerin içeren detaylı iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri ve Vergi Teşvik Belgeleri	SODA	Kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararlarının tespit edilebilmesi için kurumlar vergisi beyannameleri ve vergi teşvik belgeleri temin edilmiştir.
Stratejik Plan Sunumları ve Diğer Temel Bilgiler	SODA	<ul style="list-style-type: none"> • Üretim kapasitesi, personel sayısı • 2020 yılı bütçesine dair detaylı gelir ve maliyet çalışmaları • Güncel ortaklık yapısı • Sabit kıymet hareket tabloları • Kimyasallar grubu ve solo şirketler özelindeki tarihsel gelişmeler ve güncel durum • Kimyasallar pazarına ilişkin temel bilgiler ve öngörüler • Amerika Yatırımı'na ilişkin temel bilgiler, sunumlar ve detaylı fizibilite çalışması • Kimyasallar grubu içerisindeki şirketler için finansman nitelikli borç ve alacakların detayları • Kimyasallar Grubu içerisindeki şirketler için faaliyetler ilişkisi olmayan varlık yükümlülükler, bir defaya mahsus gelir ve giderlerle ilgili bilgiler

Bilgi Kaynakları (6/7)

SISE – Konsolide

Finansal Bilgi	Şirket Adı	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar	SISE	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tablolar, ilgili konsolidasyon çalışması ve denetim raporları
Solo Mali Tablolar	SISE	SISE'nin iştirak ettiği Diğer Şirketler için, TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş, 31.12.2017, 31.12.2018 ve 31.12.2019 tarihli konsolide mali tabloların hazırlanmasına baz oluşturan, solo finansal raporlama paketleri
İş Planları	SISE	SISE yönetimi tarafından hazırlanmış , SC dahil bütün Diğer Şirketler için solo bazda ve 2020-2025 dönemlerini kapsayan, fiyat, hacim, satış, maliyet, yatırım harcaması, kapasite ve işletme sermayesi bilgilerin içeren detaylı iş planları
Kurumlar Vergisi Beyannameleri ve Vergi Teşvik Belgeleri	SISE	Kurumlar vergisinden indirilebilir vergi teşvikleri ve kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararlarının tespit edilebilmesi için kurumlar vergisi beyannameleri ve vergi teşvik belgeleri
Kar Payı Dağıtım Tablosu	SISE	SISE yönetimi tarafından hazırlanmış 31.12.2019 sonrasında gerçekleşecek olan grup şirketleri kar dağıtım detaylarına ilişkin çalışmalar
Diğer Temel Bilgiler	SISE	<ul style="list-style-type: none"> Güncel ortaklık yapısı Sabit kıymet hareket tabloları Yatırım Amaçlı Gayrimenkul ekspertiz raporları SC için telif hakkı ve merkezi hizmet gelirleri çalışmaları ve detaylı yatırım planları SC için AR-GE merkezi harcama icmalleri CV için yatırım kredisi yaşlandırma tablosu Bütün Diğer Şirketler için finansman nitelikli borç ve alacakların detayları Bütün Diğer Şirketler için faaliyetler ilişkisi olmayan varlık yükümlülükler, bir defaya mahsus gelir ve giderlerle ilgili bilgiler CY için şirketin sahip olduğu ve 2020 yılında satışı gerçekleşen arsaların satışına dair düzenlenen belgeler CE'nin sahip olduğu kıymetli metallerin miktar ve değerlerini içeren çalışmalar

Bilgi Kaynakları (7/7)

Halka Açık Kaynaklar

- IMF World Economic Outlook
- Bloomberg
- KAP
- Capital IQ
- TCMB
- Otomotiv Sanayii Derneği

Makroekonomik Varsayımlar

Enflasyon

Yıl Sonu Enflasyon

Ülke/Bölge	Para Birimi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	TL	%11,92	%20,30	%13,50	%12,00	%12,00	%11,00	%10,00	%9,00	%8,00
ABD	\$	%2,17	%1,92	%2,18	%0,78	%2,42	%2,00	%2,00	%2,00	%2,00
Avrupa Birliği	EUR	%1,35	%1,52	%1,41	(%0,08)	%1,28	%1,50	%1,75	%2,00	%2,00
Rusya	RUB	%2,52	%4,27	%4,85	%3,79	%2,89	%3,00	%3,50	%4,00	%4,00
Çin	CNY	%1,80	%1,90	%2,20	%0,95	%2,98	%2,90	%3,00	%3,00	%3,00
Bulgaristan	BGN	%1,80	%2,31	%2,20	%1,00	%2,40	%2,30	%2,30	%2,30	%2,30
Gürcistan	GEL	%6,72	%1,52	%3,02	%3,50	%3,04	%3,02	%2,98	%3,02	%3,02
Bosna Hersek	BAM	%1,62	%1,64	%1,61	(%0,64)	%1,24	%1,58	%1,71	%3,83	%3,83
Romanya	RON	%3,32	%3,26	%3,53	%1,39	%1,94	%2,55	%2,55	%2,55	%2,55
Hindistan	INR	%4,59	%2,67	%4,09	%2,73	%3,85	%4,00	%4,00	%4,00	%4,00

Ortalama Enflasyon

Ülke/Bölge	Para Birimi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	TL	%11,14	%16,33	%15,68	%12,00	%12,00	%11,50	%10,50	%9,50	%8,50
ABD	\$	%2,14	%2,44	%1,82	%0,62	%2,24	%2,21	%2,00	%2,00	%2,00
Avrupa Birliği	EUR	%1,54	%1,76	%1,31	%0,23	%0,98	%1,39	%1,63	%1,88	%2,00
Rusya	RUB	%3,67	%2,88	%4,99	%3,09	%2,99	%2,94	%3,25	%3,75	%4,00
Çin	CNY	%1,56	%2,10	%2,28	%3,05	%2,55	%2,94	%2,95	%3,00	%3,00
Bulgaristan	BGN	%1,19	%2,63	%2,42	%1,03	%1,95	%2,35	%2,30	%2,30	%2,30
Gürcistan	GEL	%6,04	%2,62	%2,51	%4,64	%3,69	%3,03	%3,00	%3,00	%3,02
Bosna Hersek	BAM	%1,25	%1,37	%1,47	(%0,64)	%1,37	%1,41	%1,64	%2,77	%3,83
Romanya	RON	%1,34	%4,63	%3,28	%2,25	%1,46	%2,24	%2,55	%2,55	%2,55
Hindistan	INR	%3,60	%3,48	%3,88	%3,34	%3,62	%3,92	%4,00	%4,00	%4,00

Kaynak: IMF, PwC Analizi, Halka Açık Kaynaklar

Makroekonomik Varsayımlar

Döviz Kurları (1/2)

2020 yılı için yapılan tahminlerde, 2020 yılının ilk 4 ayında döviz kurlarında yaşanan güncel gelişmeler dikkate alınmıştır. Kalan yıllar için kur değişimi ilgili kurlar için öngörülen enflasyon farkı üzerinden (Fisher yöntemi) tahmin edilmiştir.

Yıl Sonu Döviz Kurları

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
\$/TL	3,77	5,26	5,94	6,95	7,60	8,27	8,92	9,53	10,09
EUR/TL	4,52	6,03	6,65	7,54	8,34	9,12	9,85	10,53	11,15
EUR/RUB	69,39	80,01	69,63	83,51	84,83	86,09	87,57	89,28	91,03
EUR/CNY	7,84	7,91	7,87	7,70	7,83	7,94	8,04	8,11	8,19
EUR/BGN	1,96	1,96	1,96	1,98	2,00	2,01	2,03	2,03	2,04
EUR/GEL	3,10	3,07	3,21	3,50	3,56	3,61	3,66	3,69	3,73
EUR/BAM	1,96	1,96	1,96	1,94	1,94	1,95	1,94	1,98	2,02
EUR/RON	4,69	4,69	4,81	4,88	4,91	4,96	5,00	5,03	5,05
EUR/INR	76,53	79,97	79,80	83,51	85,63	87,73	89,68	91,43	93,23
TL/RUB	15,37	13,27	10,47	11,08	10,18	9,44	8,89	8,48	8,16
TL/CNY	1,74	1,31	1,18	1,02	0,94	0,87	0,82	0,77	0,73
TL/BGN	0,43	0,32	0,29	0,26	0,24	0,22	0,21	0,19	0,18
TL/GEL	0,69	0,51	0,48	0,46	0,43	0,40	0,37	0,35	0,33
TL/BAM	0,43	0,32	0,29	0,26	0,23	0,21	0,20	0,19	0,18
TL/RON	1,04	0,78	0,72	0,65	0,59	0,54	0,51	0,48	0,45
TL/INR	16,95	13,27	12,00	11,08	10,27	9,62	9,10	8,68	8,36
EUR/EGP	21,17	20,47	17,91	İlgili para birimlerinde operasyonlarını sürdüren şirketler Gelir Yaklaşımı kapsamına girmediği için kur tahmini yapılmamıştır.					
EUR/UAH	33,60	31,73	26,52						
TL/EGP	4,69	3,40	2,69						
TL/UAH	7,44	5,26	3,99						

Kaynak: IMF, PwC Analizi, Halka Açık Kaynaklar

Makroekonomik Varsayımlar

Döviz Kurları (2/2)

2020 yılı için yapılan tahminlerde, 2020 yılının ilk 4 ayında döviz kurlarında yaşanan güncel gelişmeler dikkate alınmıştır. Kalan yıllar için kur değişimi ilgili kurlar için öngörülen enflasyon farkı üzerinden (Fisher yöntemi) tahmin edilmiştir.

Ortalama Döviz Kurları

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
\$/TL	3,64	4,83	5,67	6,74	7,28	7,94	8,60	9,23	9,81
EUR/TL	4,12	5,68	6,35	7,33	7,94	8,73	9,48	10,19	10,84
EUR/RUB	66,28	74,66	72,81	80,98	84,17	85,46	86,83	88,43	90,16
EUR/CNY	7,67	7,86	7,78	7,70	7,76	7,88	7,99	8,07	8,15
EUR/BGN	1,96	1,96	1,96	1,97	1,99	2,01	2,02	2,03	2,03
EUR/GEL	2,83	2,98	3,16	3,44	3,53	3,59	3,64	3,68	3,71
EUR/BAM	1,96	1,96	1,96	1,95	1,94	1,94	1,95	1,96	2,00
EUR/RON	4,60	4,68	4,77	4,84	4,89	4,94	4,98	5,01	5,04
EUR/INR	73,54	80,42	78,81	82,60	84,57	86,68	88,71	90,55	92,33
TL/RUB	16,10	13,15	11,47	11,04	10,61	9,79	9,15	8,68	8,32
TL/CNY	1,86	1,38	1,22	1,05	0,98	0,90	0,84	0,79	0,75
TL/BGN	0,48	0,34	0,31	0,27	0,25	0,23	0,21	0,20	0,19
TL/GEL	0,69	0,52	0,50	0,47	0,44	0,41	0,38	0,36	0,34
TL/BAM	0,48	0,34	0,31	0,27	0,25	0,22	0,21	0,19	0,18
TL/RON	1,12	0,82	0,75	0,66	0,62	0,57	0,53	0,49	0,46
TL/INR	17,87	14,16	12,41	11,26	10,66	9,93	9,35	8,88	8,52
EUR/EGP	20,09	20,89	18,77	İlgili para birimlerinde operasyonlarını sürdüren şirketler Gelir Yaklaşımı kapsamına girmediği için kur tahmini yapılmamıştır.					
EUR/UAH	30,03	31,98	28,92						
TL/EGP	4,88	3,68	2,96						
TL/UAH	7,30	5,63	4,56						

İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş Nakit Akımları

Trakya Cam Sanayii A.Ş. (Solo)

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	4.967	4.967	4.967	4.967	4.967
	-25 bp	5.089	5.089	5.089	5.089	5.089
	-	5.218	5.218	5.218	5.218	5.218
	+25 bp	5.355	5.355	5.355	5.355	5.355
	+50 bp	5.502	5.502	5.502	5.502	5.502

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	2.004	2.364	2.883	2.750	3.319	4.088	4.861	5.530	6.203	6.699
Büyüme (%)		%18,0	%21,9	(%4,6)	%20,7	%23,2	%18,9	%13,8	%12,2	%8,0
Satışların Maliyeti	(1.162)	(1.372)	(1.648)	(1.641)	(1.947)	(2.339)	(2.737)	(3.099)	(3.459)	(3.736)
Brüt Kar	843	992	1.235	1.109	1.371	1.749	2.124	2.431	2.744	2.963
Brüt Kar Marjı (%)	%42,0	%42,0	%42,8	%40,3	%41,3	%42,8	%43,7	%44,0	%44,2	%44,2
Faaliyet Giderleri	(358)	(433)	(569)	(608)	(656)	(798)	(946)	(1.070)	(1.206)	(1.303)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	75	143	178	154	196	243	290	302	341	368
FAVÖK	560	703	843	654	912	1.194	1.468	1.664	1.878	2.028
FAVÖK Marjı (%)	%27,9	%29,7	%29,2	%23,8	%27,5	%29,2	%30,2	%30,1	%30,3	%30,3
Amortisman (-)	(58)	(60)	(116)	(193)	(218)	(274)	(296)	(329)	(371)	(752)
FVÖK	502	643	727	461	694	920	1.171	1.334	1.507	1.276
FVÖK Marjı (%)	%25,0	%27,2	%25,2	%16,8	%20,9	%22,5	%24,1	%24,1	%24,3	%19,0
Vergi				(101)	(139)	(184)	(234)	(267)	(301)	(255)
Ortalama Vergi Oranı				%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Amortisman (+)				193	218	274	296	329	371	752
Operasyonel Nakit Akımları				553	773	1.010	1.233	1.397	1.577	1.773
NİS Değişimi				68	(114)	(156)	(156)	(135)	(135)	(99)
Yatırım Harcamaları				(810)	(710)	(938)	(479)	(657)	(450)	(752)
Serbest Nakit Akımları				(190)	(52)	(84)	598	605	991	921
İskonto Oranı				%21,5	%19,9	%19,4	%18,7	%17,7	%16,7	%16,2
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	0,75	0,63	0,53	0,45	0,38	0,38
İndirgenmiş Nakit Akımı				(172)	(39)	(53)	316	270	378	4.278

	m TL
İNA (2020-25)	700
İNA (>2025)	4.278
Şirket Değeri	4.977
Net Nakit / (Borç)	121
Diğer Düzeltmeler	120
Düzeltilmiş Hisse Değeri	5.218
Diğer Düzeltmeler	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1
Yatırım Vergi Teşviki Varlığı	119
Toplam	120

İndirgenmiş Nakit Akımları

Trakya Glass Bulgaria EAD

Duyarlılık Analizi (m BGN)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	222	208	195	182	171
	-25 bp	232	217	203	190	178
	-	243	227	212	198	185
	+25 bp	254	237	221	207	193
	+50 bp	267	249	232	216	202

m BGN	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	233	218	205	228	240	265	271	278	284	290
Büyüme (%)		(%6,7)	(%5,9)	%11,3	%5,3	%10,4	%2,3	%2,3	%2,3	%2,3
Satışların Maliyeti	(136)	(121)	(118)	(139)	(141)	(153)	(157)	(160)	(164)	(168)
Brüt Kar	98	97	87	89	99	112	115	117	120	123
Brüt Kar Marjı (%)	%41,9	%44,4	%42,2	%39,1	%41,4	%42,3	%42,3	%42,3	%42,3	%42,3
Faaliyet Giderleri	(49)	(51)	(53)	(51)	(55)	(56)	(60)	(61)	(63)	(64)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	1	3	4	2	3	3	3	3	3	3
FAVÖK	50	49	37	40	47	59	57	59	60	62
FAVÖK Marjı (%)	%21,5	%22,3	%18,2	%17,7	%19,7	%22,1	%21,2	%21,2	%21,2	%21,2
Amortisman (-)	(27)	(27)	(32)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)	(27)
FVÖK	23	22	6	4	11	22	21	22	24	34
FVÖK Marjı (%)	%10,0	%10,0	%2,8	%1,8	%4,6	%8,4	%7,8	%8,1	%8,4	%11,8
Vergi				(0)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
Ortalama Vergi Oranı				%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Amortisman (+)				36	36	36	36	36	36	27
Operasyonel Nakit Akımları				40	46	56	55	57	58	58
NİS Değişimi				(9)	(3)	(7)	(2)	(2)	(2)	(2)
Yatırım Harcamaları				(22)	(28)	(16)	(16)	(16)	(16)	(27)
Serbest Nakit Akımları				9	15	33	37	39	40	29
İskonto Oranı				%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1
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				0,96	0,88	0,81	0,74	0,68	0,62	0,62
İndirgenmiş Nakit Akımı				9	13	27	28	26	25	267

	m BGN	m TL
İNA (2020-25)	128	434
İNA (>2025)	267	907
Şirket Değeri	394	1.341
Net Nakit/ (Borç)	(182)	(620)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	212	720

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Trakya Glass Rus AO

Duyarlılık Analizi (m RUB)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	11.360	11.106	10.867	10.642	10.429
	-25 bp	11.551	11.283	11.031	10.795	10.572
	-	11.755	11.472	11.206	10.957	10.724
	+25 bp	11.974	11.673	11.393	11.131	10.884
	+50 bp	12.208	11.890	11.593	11.315	11.056

m RUB	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	4.454	4.515	3.915	3.626	3.884	4.356	4.484	4.653	4.839	5.033
Büyüme (%)		%1,4	(%13,3)	(%7,4)	%7,1	%12,1	%2,9	%3,8	%4,0	%4,0
Satışların Maliyeti	(2.208)	(2.369)	(2.218)	(2.161)	(2.297)	(2.537)	(2.610)	(2.709)	(2.817)	(2.930)
Brüt Kar	2.246	2.146	1.697	1.464	1.588	1.819	1.874	1.944	2.022	2.103
Brüt Kar Marjı (%)	%50,4	%47,5	%43,4	%40,4	%40,9	%41,7	%41,8	%41,8	%41,8	%41,8
Faaliyet Giderleri	(656)	(713)	(657)	(647)	(636)	(703)	(725)	(751)	(781)	(813)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	7	40	11	9	9	10	11	11	11	12
FAVÖK	1.597	1.473	1.051	826	961	1.126	1.159	1.204	1.252	1.302
FAVÖK Marjı (%)	%35,9	%32,6	%26,9	%22,8	%24,7	%25,8	%25,9	%25,9	%25,9	%25,9
Amortisman (-)	(242)	(208)	(247)	(429)	(422)	(416)	(412)	(427)	(441)	(523)
FVÖK	1.355	1.265	805	397	539	710	747	777	811	779
FVÖK Marjı (%)	%30,4	%28,0	%20,5	%10,9	%13,9	%16,3	%16,7	%16,7	%16,7	%15,5
Vergi				(8)	(11)	(14)	(15)	(16)	(16)	(16)
Ortalama Vergi Oranı				%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Amortisman (+)				429	422	416	412	427	441	523
Operasyonel Nakit Akımları				818	950	1.112	1.144	1.188	1.236	1.287
NİS Değişimi				87	(30)	(53)	(16)	(22)	(24)	(25)
Yatırım Harcamaları				(121)	(253)	(256)	(260)	(265)	(270)	(523)
Serbest Nakit Akımları				784	668	802	868	901	942	739
İskonto Oranı				%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7
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				0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,54	0,54
İndirgenmiş Nakit Akımı				742	566	608	589	548	513	5.227

	m RUB	m TL
İNA (2020-25)	3.565	341
İNA (>2025)	5.227	499
Şirket Değeri	8.792	840
Net Nakit/ (Borç)	2.390	228
Vergi Varlığı	24	2
Düzeltilmiş Hisse Değeri	11.206	1.070

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

HNG Float Glass Limited

Duyarlılık Analizi (m INR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	4.101	3.504	2.951	2.438	1.961
	-25 bp	4.611	3.971	3.381	2.835	2.328
	-	5.162	4.475	3.843	3.260	2.721
	+25 bp	5.759	5.020	4.341	3.717	3.141
	+50 bp	6.408	5.610	4.880	4.210	3.593

m INR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	-	5.618	4.962	5.193	5.461	6.198	10.368	12.189	13.182	13.709
Büyüme (%)			(%11,7)	%4,7	%5,2	%13,5	%67,3	%17,6	%8,1	%4,0
Satışların Maliyeti	-	(3.923)	(3.443)	(3.473)	(3.584)	(3.877)	(6.489)	(6.999)	(7.548)	(7.850)
Brüt Kar	-	1.695	1.519	1.720	1.876	2.322	3.878	5.189	5.634	5.859
Brüt Kar Marjı (%)		%30,2	%30,6	%33,1	%34,4	%37,5	%37,4	%42,6	%42,7	%42,7
Faaliyet Giderleri	-	(1.033)	(1.065)	(1.370)	(1.437)	(1.468)	(1.950)	(2.180)	(2.323)	(2.416)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	28	32	35	28	58	68	73	77	80
FAVÖK	-	691	485	385	467	913	1.996	3.083	3.387	3.523
FAVÖK Marjı (%)		%12,3	%9,8	%7,4	%8,6	%14,7	%19,3	%25,3	%25,7	%25,7
Amortisman (-)	-	(442)	(487)	(441)	(1.599)	(1.705)	(1.755)	(1.805)	(1.857)	(1.477)
FVÖK	-	249	(2)	(56)	(1.132)	(793)	241	1.277	1.530	2.045
FVÖK Marjı (%)		%4,4	(%0,0)	(%1,1)	(%20,7)	(%12,8)	%2,3	%10,5	%11,6	%14,9
Vergi				-	-	-	(61)	(321)	(385)	(515)
Ortalama Vergi Oranı				%0,0			%25,2	%25,2	%25,2	%25,2
Amortisman (+)				441	1.599	1.705	1.755	1.805	1.857	1.477
Operasyonel Nakit Akımları				385	467	913	1.935	2.761	3.002	3.008
NİS Değişimi				(1)	(33)	(89)	(608)	(196)	(137)	(74)
Yatırım Harcamaları				(76)	(15.047)	(1.386)	(643)	(656)	(669)	(1.477)
Serbest Nakit Akımları				308	(14.612)	(562)	684	1.909	2.197	1.457
İskonto Oranı				%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7
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				0,95	0,86	0,78	0,70	0,63	0,57	0,57
İndirgenmiş Nakit Akımı				293	(12.547)	(436)	479	1.209	1.256	12.447

	m INR	m TL
İNA (2020-25)	(9.746)	(812)
İNA (>2025)	12.447	1.037
Şirket Değeri	2.701	225
Net Nakit/ (Borç)	1.071	89
Vergi Varlığı	71	6
Düzeltilmiş Hisse Değeri	3.843	320

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Sisecam Flat Glass Italy S.R.L

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	(39)	(39)	(40)	(41)	(42)
	-25 bp	(38)	(39)	(40)	(40)	(41)
	-	(37)	(38)	(39)	(40)	(41)
	+25 bp	(36)	(37)	(38)	(39)	(40)
	+50 bp	(35)	(36)	(37)	(38)	(39)

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	87	95	88	59	63	77	82	57	85	87
Büyüme (%)		%9,6	(%8,0)	(%32,5)	%7,2	%21,7	%6,8	(%31,2)	%50,0	%2,0
Satışların Maliyeti	(55)	(60)	(60)	(49)	(44)	(52)	(55)	(46)	(56)	(57)
Brüt Kar	32	35	28	10	20	25	28	10	29	29
Brüt Kar Marjı (%)	%37,0	%37,0	%31,9	%17,1	%31,1	%33,0	%33,8	%18,0	%33,7	%33,7
Faaliyet Giderleri	(15)	(17)	(21)	(16)	(16)	(18)	(19)	(17)	(20)	(20)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(0)	-	2	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	18	18	9	(5)	4	7	9	(6)	9	9
FAVÖK Marjı (%)	%20,3	%18,8	%9,9	(%9,0)	%6,4	%9,5	%10,7	(%11,4)	%10,6	%10,6
Amortisman (-)	(6)	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)	(8)	(10)	(11)	(6)
FVÖK	11	12	2	(12)	(3)	(0)	1	(17)	(2)	3
FVÖK Marjı (%)	%12,9	%12,1	%2,6	(%20,4)	(%5,1)	(%0,2)	%1,0	(%29,6)	(%2,2)	%4,0
Vergi				-	-	-	(0)	-	-	(1)
Ortalama Vergi Oranı				%0,0	%0,0	%0,0	%27,9		%0,0	%27,9
Amortisman (+)				7	7	7	8	10	11	6
Operasyonel Nakit Akımları				(5)	4	7	9	(6)	9	8
NİS Değişimi				(4)	0	(2)	(1)	2	(3)	(0)
Yatırım Harcamaları				(4)	(7)	(3)	(7)	(30)	(7)	(6)
Serbest Nakit Akımları				(13)	(3)	3	1	(34)	(1)	2
İskonto Oranı				%8,4	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4
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				0,96	0,89	0,82	0,75	0,70	0,64	0,64
İndirgenmiş Nakit Akımı				(12)	(2)	2	1	(24)	(1)	23

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	(36)	(238)
İNA (>2025)	23	153
Şirket Değeri	(13)	(85)
Net Nakit/ (Borç)	(26)	(174)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	(39)	(258)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Sisecam Flat Glass South Italy S.R.L.

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	10	9	8	7	6
	-25 bp	11	10	8	7	6
	-	12	10	9	8	7
	+25 bp	12	11	10	9	8
	+50 bp	13	12	11	9	8

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	-	1	8	46	56	63	68	77	71	72
Büyüme (%)			%504,9	%492,2	%21,2	%13,6	%7,2	%13,9	(%8,6)	%2,0
Satışların Maliyeti	-	(1)	(6)	(38)	(33)	(36)	(38)	(46)	(40)	(41)
Brüt Kar	-	-	2	8	23	27	30	31	31	32
Brüt Kar Marjı (%)		%0,0	%21,1	%17,6	%40,8	%43,0	%43,8	%40,5	%43,9	%43,9
Faaliyet Giderleri	-	(4)	(7)	(14)	(16)	(17)	(18)	(19)	(19)	(19)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	-	(4)	(5)	(6)	7	10	12	12	12	13
FAVÖK Marjı (%)		(%276,1)	(%63,1)	(%13,3)	%12,8	%16,2	%17,6	%16,1	%17,6	%17,6
Amortisman (-)	-	-	(1)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(4)	(6)
FVÖK	-	(4)	(6)	(10)	3	6	7	8	8	7
FVÖK Marjı (%)		(%276,1)	(%71,5)	(%21,2)	%5,3	%9,2	%10,8	%10,3	%11,9	%9,7
Vergi				-	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Ortalama Vergi Oranı				%0,0	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9
Amortisman (+)				4	4	4	5	5	4	6
Operasyonel Nakit Akımları				(6)	6	9	10	10	10	11
NİS Değişimi				0	(0)	(1)	(0)	(1)	1	(0)
Yatırım Harcamaları				(3)	(8)	(3)	(3)	(3)	(3)	(6)
Serbest Nakit Akımları				(9)	(2)	5	6	6	8	5
İskonto Oranı				%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7
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				0,95	0,85	0,76	0,68	0,61	0,55	0,55
İndirgenmiş Nakit Akımı				(8)	(2)	4	4	4	4	28

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	6	42
İNA (>2025)	28	184
Şirket Değeri	34	226
Net Nakit/ (Borç)	(26)	(174)
Vergi Varlığı	1	9
Düzeltilmiş Hisse Değeri	9	61

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Otomotiv A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1.450	1.397	1.348	1.302	1.260
	-25 bp	1.487	1.431	1.379	1.331	1.286
	-	1.526	1.467	1.412	1.361	1.313
	+25 bp	1.569	1.506	1.447	1.393	1.343
	+50 bp	1.616	1.548	1.485	1.428	1.375

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	558	706	840	757	984	1.120	1.389	1.745	1.914	2.067
Büyüme (%)		%26,4	%19,1	(%9,9)	%29,9	%13,8	%24,0	%25,6	%9,7	%8,0
Satışların Maliyeti	(420)	(479)	(623)	(592)	(775)	(870)	(1.076)	(1.314)	(1.414)	(1.527)
Brüt Kar	139	227	218	165	209	250	312	431	499	539
Brüt Kar Marjı (%)	%24,8	%32,1	%25,9	%21,8	%21,2	%22,3	%22,5	%24,7	%26,1	%26,1
Faaliyet Giderleri	(72)	(76)	(99)	(106)	(124)	(141)	(164)	(189)	(205)	(222)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	6	19	52	37	43	51	61	72	76	82
FAVÖK	72	170	170	96	127	159	209	314	370	400
FAVÖK Marjı (%)	%12,9	%24,0	%20,3	%12,7	%12,9	%14,2	%15,1	%18,0	%19,3	%19,3
Amortisman (-)	(19)	(18)	(19)	(22)	(26)	(30)	(35)	(41)	(48)	(124)
FVÖK	53	151	152	73	101	129	174	272	322	276
FVÖK Marjı (%)	%9,6	%21,5	%18,0	%9,7	%10,2	%11,5	%12,5	%15,6	%16,9	%13,3
Vergi				(16)	(20)	(26)	(35)	(54)	(64)	(55)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				22	26	30	35	41	48	124
Operasyonel Nakit Akımları				80	107	133	175	259	306	345
NİS Değişimi				23	(68)	(40)	(80)	(104)	(49)	(45)
Yatırım Harcamaları				(71)	(75)	(79)	(100)	(121)	(127)	(124)
Serbest Nakit Akımları				31	(36)	14	(6)	34	129	175
İskonto Oranı				%18,8	%18,2	%18,0	%17,2	%16,2	%15,2	%14,7
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				0,92	0,77	0,66	0,56	0,48	0,41	0,41
İndirgenmiş Nakit Akımı				29	(28)	9	(3)	16	53	1.071

	m TL
İNA (2020-25)	76
İNA (>2025)	1.071
Şirket Değeri	1.147
Net Nakit / (Borç)	264
Vergi Varlığı	0
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1.412

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Automotive Bulgaria EAD

Duyarlılık
Analizi (m BGN)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	4	(1)	(5)	(9)	(13)
	-25 bp	7	2	(3)	(7)	(11)
	-	10	5	(0)	(5)	(9)
	+25 bp	13	8	3	(2)	(6)
	+50 bp	17	11	6	1	(4)

m BGN	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	110	101	88	92	94	111	125	128	131	134
Büyüme (%)		(%8,1)	(%12,9)	%4,6	%2,1	%18,3	%12,7	%2,3	%2,3	%2,3
Satışların Maliyeti	(81)	(79)	(75)	(74)	(77)	(88)	(97)	(99)	(100)	(102)
Brüt Kar	29	22	13	18	17	23	28	30	31	32
Brüt Kar Marjı (%)	%26,1	%21,3	%15,2	%19,2	%18,5	%20,6	%22,7	%23,1	%24,0	%24,0
Faaliyet Giderleri	(13)	(14)	(11)	(12)	(12)	(13)	(14)	(14)	(14)	(15)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	1	1	3	1	1	1	1	1	1	1
FAVÖK	16	9	5	6	6	11	16	17	18	19
FAVÖK Marjı (%)	%14,8	%9,1	%5,5	%6,9	%6,7	%9,7	%12,4	%12,9	%14,0	%14,0
Amortisman (-)	(7)	(9)	(7)	(8)	(8)	(9)	(9)	(9)	(10)	(8)
FVÖK	9	0	(2)	(1)	(2)	2	7	7	9	11
FVÖK Marjı (%)	%8,3	%0,4	(%2,4)	(%1,5)	(%2,1)	%2,0	%5,3	%5,7	%6,7	%8,0
Vergi				-	-	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vergi Oranı				%0,0	%0,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Amortisman (+)				8	8	9	9	9	10	8
Operasyonel Nakit Akımları				6	6	11	15	16	17	18
NİS Değişimi				(1)	(1)	(5)	(4)	(1)	(1)	(1)
Yatırım Harcamaları				(15)	(10)	(7)	(7)	(7)	(7)	(8)
Serbest Nakit Akımları				(9)	(4)	(1)	4	8	10	9
İskonto Oranı				%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7
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				0,96	0,88	0,81	0,75	0,69	0,63	0,63
İndirgenmiş Nakit Akımı				(9)	(4)	(1)	3	6	6	86

	m BGN	m TL
İNA (2020-25)	2	6
İNA (>2025)	86	293
Şirket Değeri	88	299
Net Nakit / (Borç)	(88)	(301)
Vergi Varlığı	0	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	(0)	(1)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Automotive Glass Alliance Rus AO

Duyarlılık
Analizi (m RUB)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1.003	943	888	835	785
	-25 bp	1.035	973	915	860	808
	-	1.068	1.004	943	886	833
	+25 bp	1.105	1.037	974	914	858
	+50 bp	1.143	1.072	1.006	944	886

m RUB	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	1.131	1.299	1.603	1.363	1.984	2.492	2.788	2.937	2.943	3.061
Büyüme (%)		%14,9	%23,4	(%15,0)	%45,5	%25,6	%11,9	%5,4	%0,2	%4,0
Satışların Maliyeti	(933)	(1.086)	(1.236)	(1.076)	(1.503)	(1.849)	(2.070)	(2.157)	(2.150)	(2.236)
Brüt Kar	198	213	368	287	481	643	718	780	793	825
Brüt Kar Marjı (%)	%17,5	%16,4	%22,9	%21,1	%24,3	%25,8	%25,8	%26,6	%27,0	%27,0
Faaliyet Giderleri	(148)	(176)	(232)	(244)	(328)	(375)	(411)	(430)	(440)	(457)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(11)	(3)	20	25	35	44	49	51	51	53
FAVÖK	39	34	156	68	188	311	355	401	405	421
FAVÖK Marjı (%)	%3,5	%2,6	%9,7	%5,0	%9,5	%12,5	%12,7	%13,7	%13,8	%13,8
Amortisman (-)	(242)	(238)	(247)	(251)	(255)	(259)	(266)	(273)	(282)	(184)
FVÖK	(203)	(204)	(91)	(183)	(67)	52	90	128	122	237
FVÖK Marjı (%)	(%18,0)	(%15,7)	(%5,7)	(%13,4)	(%3,4)	%2,1	%3,2	%4,3	%4,2	%7,8
Vergi				-	-	(1)	(2)	(3)	(2)	(5)
Vergi Oranı					%0,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0
Amortisman (+)				251	255	259	266	273	282	184
Operasyonel Nakit Akımları				68	188	310	354	398	402	416
NİS Değişimi				74	(118)	(140)	(83)	(40)	(1)	(33)
Yatırım Harcamaları				(75)	(84)	(85)	(130)	(155)	(180)	(184)
Serbest Nakit Akımları				66	(14)	85	140	204	221	200
İskonto Oranı				%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2
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				0,94	0,84	0,75	0,67	0,60	0,53	0,53
İndirgenmiş Nakit Akımı				63	(12)	64	94	121	117	1.288

	m RUB	m TL
İNA (2020-25)	447	43
İNA (>2025)	1.288	123
Şirket Değeri	1.735	166
Net Nakit / (Borç)	(793)	(76)
Vergi Varlığı	1	0
Düzeltilmiş Hisse Değeri	943	90

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Glass Corp S.A.

Duyarlılık Analizi (m RON)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	(176)	(184)	(192)	(199)	(205)
	-25 bp	(170)	(179)	(187)	(194)	(201)
	-	(164)	(173)	(182)	(190)	(197)
	+25 bp	(157)	(167)	(176)	(185)	(192)
	+50 bp	(150)	(160)	(170)	(179)	(188)

m RON	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	135	219	242	265	244	239	274	285	300	307
Büyüme (%)		%62,5	%10,3	%9,7	(%7,9)	(%2,2)	%14,9	%3,8	%5,2	%2,5
Satışların Maliyeti	(104)	(190)	(226)	(241)	(204)	(196)	(209)	(212)	(219)	(224)
Brüt Kar	31	29	16	24	41	43	65	73	81	83
Brüt Kar Marjı (%)	%23,2	%13,5	%6,7	%9,1	%16,6	%18,0	%23,7	%25,5	%27,0	%27,0
Faaliyet Giderleri	(18)	(33)	(37)	(41)	(39)	(39)	(43)	(44)	(45)	(47)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	(2)	10	2	2	2	2	2	2	2
FAVÖK	13	(5)	(10)	(14)	3	6	25	31	38	39
FAVÖK Marjı (%)	%9,7	(%2,4)	(%4,1)	(%5,4)	%1,4	%2,5	%9,0	%10,8	%12,7	%12,7
Amortisman (-)	(19)	(20)	(22)	(23)	(23)	(25)	(26)	(26)	(27)	(18)
FVÖK	(6)	(26)	(32)	(37)	(20)	(19)	(1)	4	11	20
FVÖK Marjı (%)	(%4,7)	(%11,7)	(%13,2)	(%14,0)	(%8,1)	(%7,8)	(%0,4)	%1,5	%3,5	%6,7
Vergi				-	-	-	-	(1)	(2)	(3)
Vergi Oranı						%0,0	%0,0	%16,0	%16,0	%16,0
Amortisman (+)				23	23	25	26	26	27	18
Operasyonel Nakit Akımları				(14)	3	6	25	30	36	36
NİS Değişimi				(4)	5	1	(6)	(2)	(2)	(1)
Yatırım Harcamaları				(14)	(10)	(27)	(22)	(15)	(18)	(18)
Serbest Nakit Akımları				(33)	(2)	(20)	(3)	13	16	16
İskonto Oranı				%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9
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				0,96	0,88	0,81	0,74	0,68	0,63	0,63
İndirgenmiş Nakit Akımı				(31)	(1)	(16)	(3)	9	10	157

	m RON	m TL
İNA (2020-25)	(32)	(45)
İNA (>2025)	157	217
Şirket Değeri	125	172
Net Nakit / (Borç)	(306)	(424)
Vergi Varlığı	-	-
Düzeltilmiş Hisse Değeri	(182)	(251)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Richard Fritz Holding GmbH*

Duyarlılık
Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	(37)	(38)	(39)	(40)	(41)
	-25 bp	(37)	(38)	(39)	(40)	(41)
	-	(36)	(37)	(39)	(40)	(40)
	+25 bp	(36)	(37)	(38)	(39)	(40)
	+50 bp	(35)	(37)	(38)	(39)	(40)

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	172	181	156	125	132	137	161	168	180	184
Büyüme (%)		%5,2	(%14,0)	(%20,0)	%5,9	%3,4	%17,7	%4,8	%7,2	%2,0
Satışların Maliyeti	(159)	(154)	(136)	(103)	(109)	(111)	(131)	(137)	(146)	(149)
Brüt Kar	13	27	20	21	24	26	30	32	34	35
Brüt Kar Marjı (%)	%7,8	%15,2	%13,0	%17,1	%17,8	%18,7	%18,5	%18,8	%18,9	%18,9
Faaliyet Giderleri	(26)	(25)	(23)	(21)	(20)	(19)	(20)	(21)	(21)	(22)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	4	3	3	2	2	2	2	2	3	3
FAVÖK	(8)	6	1	2	6	8	12	13	15	15
FAVÖK Marjı (%)	(%4,8)	%3,2	%0,5	%1,6	%4,2	%5,9	%7,4	%7,9	%8,4	%8,4
Amortisman (-)	(6)	(5)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(7)	(7)	(10)
FVÖK	(14)	1	(4)	(3)	0	2	6	7	8	6
FVÖK Marjı (%)	(%8,3)	%0,5	(%2,5)	(%2,4)	%0,1	%1,8	%3,6	%4,0	%4,5	%3,1
Vergi*				(0)	(0)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
Vergi Oranı						%55,9	%38,1	%31,7	%27,4	%27,4
Amortisman (+)				5	5	6	6	7	7	10
Operasyonel Nakit Akımları				2	5	7	10	11	13	14
NİS Değişimi				5	(1)	(1)	(4)	(1)	(2)	(1)
Yatırım Harcamaları				(7)	(6)	(7)	(9)	(9)	(10)	(10)
Serbest Nakit Akımları				0	(2)	(1)	(3)	1	1	4
İskonto Oranı				%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4
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				0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,58
İndirgenmiş Nakit Akımı				0	(2)	(1)	(2)	1	1	25

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	(3)	(19)
İNA (>2025)	25	164
Şirket Değeri	22	145
Net Nakit / (Borç)	(65)	(430)
Diğer Düzeltmeler	4	28
Düzeltilmiş Hisse Değeri	(39)	(256)
Diğer Düzeltmeler	m EUR	m TL
Vergi Varlığı	0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	4	28
Toplam	4	28

* Richard Fritz Holding GmbH altında yer alan 4 şirketin konsolide sonuçlarını içermektedir. Şirketlerin farklı karlılık seviyeleri ve buldukları bölgelerdeki vergi oranları dolayısıyla toplam vergi oranı yıldan yıla değişiklik göstermektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Anadolu Cam Sanayii A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	4.868	4.636	4.421	4.222	4.037
	-25 bp	5.046	4.798	4.569	4.358	4.161
	-	5.239	4.973	4.729	4.503	4.295
	+25 bp	5.450	5.164	4.902	4.661	4.439
	+50 bp	5.681	5.372	5.090	4.831	4.594

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	1.392	1.798	2.495	3.190	3.768	4.329	4.778	5.420	6.183	6.678
Büyüme (%)		%29,1	%38,8	%27,9	%18,1	%14,9	%10,4	%13,4	%14,1	%8,0
Satışların Maliyeti	(852)	(1.113)	(1.460)	(1.799)	(2.129)	(2.445)	(2.716)	(3.081)	(3.504)	(3.784)
Brüt Kar	540	685	1.035	1.391	1.639	1.885	2.062	2.339	2.679	2.894
Brüt Kar Marjı (%)	%38,8	%38,1	%41,5	%43,6	%43,5	%43,5	%43,1	%43,2	%43,3	%43,3
Faaliyet Giderleri	(216)	(282)	(425)	(636)	(718)	(811)	(872)	(972)	(1.096)	(1.184)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(16)	49	49	30	35	38	44	49	54	59
FAVÖK	308	452	659	786	956	1.112	1.234	1.416	1.638	1.769
FAVÖK Marjı (%)	%22,1	%25,2	%26,4	%24,6	%25,4	%25,7	%25,8	%26,1	%26,5	%26,5
Amortisman (-)	(148)	(175)	(247)	(313)	(399)	(488)	(540)	(633)	(710)	(782)
FVÖK	160	277	411	473	557	624	694	783	928	987
FVÖK Marjı (%)	%11,5	%15,4	%16,5	%14,8	%14,8	%14,4	%14,5	%14,4	%15,0	%14,8
Vergi				(104)	(111)	(125)	(139)	(157)	(186)	(197)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				313	399	488	540	633	710	782
Operasyonel Nakit Akımları				682	845	987	1.095	1.259	1.452	1.572
NİS Değişimi				(119)	(146)	(142)	(113)	(162)	(193)	(125)
Yatırım Harcamaları				(521)	(464)	(583)	(1.023)	(833)	(618)	(782)
Serbest Nakit Akımları				43	235	263	(42)	264	642	664
İskonto Oranı				%18,7	%17,7	%17,3	%16,7	%15,7	%14,8	%14,3
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				0,92	0,78	0,66	0,56	0,49	0,42	0,42
İndirgenmiş Nakit Akımı				39	182	173	(24)	129	271	4.448

	m TL
İNA (2020-25)	770
İNA (>2025)	4.448
Şirket Değeri	5.218
Net Nakit/ (Borç)	(694)
Diğer Düzeltmeler	205
Düzeltilmiş Hisse Değeri	4.729
Diğer Düzeltmeler	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	74
Vergi Varlığı	273
Temettü Ödemesi	(142)
Toplam	205

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

OOO Ruscam Glass Packaging Holding

Duyarlılık Analizi (m RUB)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	24.304	22.704	21.236	19.882	18.632
	-25 bp	25.499	23.778	22.205	20.761	19.430
	-	26.812	24.954	23.262	21.714	20.293
	+25 bp	28.261	26.245	24.418	22.754	21.232
	+50 bp	29.869	27.671	25.688	23.891	22.254

m RUB	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	15.218	17.758	19.131	21.754	22.770	23.955	24.752	25.915	27.330	28.423
Büyüme (%)		%16,7	%7,7	%13,7	%4,7	%5,2	%3,3	%4,7	%5,5	%4,0
Satışların Maliyeti	(8.963)	(10.143)	(10.651)	(12.204)	(12.600)	(13.267)	(13.702)	(14.351)	(15.143)	(15.749)
Brüt Kar	6.255	7.614	8.480	9.549	10.169	10.688	11.050	11.565	12.187	12.675
Brüt Kar Marjı (%)	%41,1	%42,9	%44,3	%43,9	%44,7	%44,6	%44,6	%44,6	%44,6	%44,6
Faaliyet Giderleri	(2.895)	(3.192)	(3.653)	(4.151)	(4.627)	(4.839)	(5.006)	(5.209)	(5.463)	(5.681)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	98	75	59	18	19	20	21	22	23	24
FAVÖK	3.457	4.496	4.886	5.416	5.561	5.869	6.064	6.377	6.748	7.018
FAVÖK Marjı (%)	%22,7	%25,3	%25,5	%24,9	%24,4	%24,5	%24,5	%24,6	%24,7	%24,7
Amortisman (-)	(2.052)	(2.006)	(1.962)	(3.086)	(2.781)	(3.241)	(3.425)	(3.525)	(2.491)	(3.550)
FVÖK	1.405	2.491	2.924	2.330	2.781	2.627	2.639	2.852	4.257	3.467
FVÖK Marjı (%)	%9,2	%14,0	%15,3	%10,7	%12,2	%11,0	%10,7	%11,0	%15,6	%12,2
Vergi				(466)	(556)	(525)	(528)	(570)	(851)	(693)
Vergi Oranı				%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				3.086	2.781	3.241	3.425	3.525	2.491	3.550
Operasyonel Nakit Akımları				4.950	5.005	5.343	5.536	5.807	5.896	6.324
NİS Değişimi				(1.267)	(747)	(335)	(225)	(329)	(400)	(309)
Yatırım Harcamaları				(4.961)	(3.626)	(3.575)	(2.479)	(1.594)	(1.642)	(3.550)
Serbest Nakit Akımları				(1.278)	631	1.433	2.833	3.884	3.855	2.465
İskonto Oranı				%9,8	%9,6	%9,6	%9,6	%9,6	%9,6	%9,6
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				0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,60
İndirgenmiş Nakit Akımı				(1.220)	549	1.138	2.053	2.569	2.327	26.749

	m RUB	m TL
İNA (2020-25)	7.415	708
İNA (>2025)	26.749	2.555
Şirket Değeri	34.164	3.263
Net Nakit/ (Borç)	(11.847)	(1.132)
Vergi Varlığı	945	90
Düzeltilmiş Hisse Değeri	23.262	2.222

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

JSC Mina

Duyarlılık Analizi (m GEL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	79	76	73	70	68
	-25 bp	81	78	75	72	69
	-	83	80	76	73	70
	+25 bp	85	81	78	75	72
	+50 bp	87	84	80	77	74

m GEL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	60	60	73	74	77	64	82	84	87	89
Büyüme (%)		-%0,6	%22,2	%1,3	%3,7	-%16,7	%27,4	%3,0	%3,0	%3,0
Satışların Maliyeti	(44)	(42)	(48)	(51)	(53)	(44)	(56)	(58)	(59)	(61)
Brüt Kar	17	18	25	23	24	20	26	27	27	28
Brüt Kar Marjı (%)	%27,4	%29,9	%34,7	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6
Faaliyet Giderleri	(6)	(6)	(9)	(9)	(10)	(9)	(10)	(11)	(11)	(11)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	1	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	11	12	16	14	15	11	16	16	17	17
FAVÖK Marjı (%)	%18,2	%19,2	%22,5	%19,1	%19,1	%17,6	%19,1	%19,1	%19,1	%19,1
Amortisman (-)	(10)	(5)	(9)	(8)	(8)	(13)	(13)	(14)	(7)	(7)
FVÖK	1	7	8	6	6	(2)	2	3	10	10
FVÖK Marjı (%)	%1,6	%11,0	%10,7	%8,3	%8,1	-%2,4	%2,9	%3,0	%11,2	%11,5
Vergi				-	-	-	-	-	-	-
Vergi Oranı				%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	
Amortisman (+)				8	8	13	13	14	7	7
Operasyonel Nakit Akımları				14	15	11	16	16	17	17
NİS Değişimi				(1)	(1)	5	(6)	(1)	(1)	(1)
Yatırım Harcamaları				(6)	(4)	(29)	(4)	(4)	(4)	(7)
Serbest Nakit Akımları				7	9	(13)	5	11	11	9
İskonto Oranı				%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9
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				0,95	0,86	0,77	0,70	0,63	0,57	0,57
İndirgenmiş Nakit Akımı				6	8	(10)	3	7	6	67

	m GEL	m TL
İNA (2020-25)	21	43
İNA (>2025)	67	139
Şirket Değeri	88	182
Net Nakit/ (Borç)	(12)	(24)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	76	158

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Yatırım Projesi

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	19	13	7	1	(4)
	-25 bp	21	15	9	3	(2)
	-	24	17	11	5	(0)
	+25 bp	27	20	13	7	2
	+50 bp	29	22	16	9	4

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2033	2034	DED
Satışlar	-	-	-	-	-	63	106	117	122	101	153	156
Büyüme (%)	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%69,8	%10,3	%4,4	-%27,1	%8,4	%2,0
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-	(41)	(67)	(73)	(75)	(64)	(92)	(94)
Brüt Kar	-	-	-	-	-	22	40	45	47	37	61	62
Brüt Kar Marjı (%)	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%34,5	%37,3	%38,2	%38,5	%36,6	%39,9	%39,9
Faaliyet Giderleri	-	-	-	-	-	(10)	(15)	(15)	(15)	(15)	(18)	(19)
FAVÖK	-	-	-	-	-	12	25	30	32	22	42	43
FAVÖK Marjı (%)	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%19,0	%23,1	%25,6	%26,1	%21,4	%27,8	%27,8
Amortisman (-)	-	-	-	-	-	(10)	(14)	(15)	(14)	(17)	(20)	(11)
FVÖK	-	-	-	-	-	2	10	15	18	5	22	32
FVÖK Marjı (%)	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%2,9	%9,9	%12,9	%14,4	%4,7	%14,7	%20,6
Vergi	-	-	-	-	-	(2)	(2)	(3)	(3)	(2)	(4)	(5)
Vergi Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	9,0%
Amortisman (+)	-	-	-	-	-	10	14	15	14	17	20	11
Operasyonel Nakit Akımları	-	-	-	-	-	10	22	27	29	19	39	39
NİS Değişimi	-	-	-	-	-	(14)	(15)	(8)	(2)	6	(7)	(1)
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	(177)	(2)	(6)	(6)	(6)	(48)	(8)	(11)
Serbest Nakit Akımları	-	-	-	-	(177)	(5)	1	13	21	(23)	24	27
İskonto Oranı				%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3
Kısmi Dönem				1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
İskonto Dönemi				0,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	
İndirgeme Faktörü				0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,26	0,24	2,88
İndirgenmiş Nakit Akımı				(152)	(4)	1	8	12	(6)	6	77	

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	(66)	(437)
İNA (>2025)	77	510
Şirket Değeri	11	73

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe Cam Sanayii ve Tic. A.Ş. (Solo)

Duyarlılık
Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	244	196	151	109	70
	-25 bp	258	208	161	118	78
	-	274	221	173	128	86
	+25 bp	291	236	185	138	94
	+50 bp	309	251	198	149	104

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	1.247	1.569	1.763	1.900	2.281	2.744	3.012	3.262	3.613	3.902
Büyüme(%)	%8,7	%25,8	%12,3	%7,8	%20,1	%20,3	%9,8	%8,3	%10,8	%8,0
Satışların Maliyeti	(846)	(1.067)	(1.264)	(1.380)	(1.609)	(1.879)	(2.061)	(2.234)	(2.450)	(2.646)
Brüt Kar	401	502	499	520	672	865	951	1.027	1.164	1.257
Brüt Kar Marj(%)	%32,2	%32,0	%28,3	%27,4	%29,5	%31,5	%31,6	%31,5	%32,2	%32,2
Faaliyet Giderleri	(320)	(362)	(415)	(438)	(508)	(596)	(656)	(713)	(779)	(841)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	59	144	115	71	81	90	101	113	121	131
FAVÖK	140	284	198	153	245	359	396	427	506	547
FAVÖK Marj(%)	%11,3	%18,1	%11,2	%8,1	%10,7	%13,1	%13,1	%13,1	%14,0	%14,0
Amortisman (-)	(75)	(47)	(52)	(72)	(92)	(103)	(114)	(135)	(148)	(174)
FVÖK	65	237	146	81	152	256	282	293	359	373
FVÖK Marj(%)	%5,2	%15,1	%8,3	%4,3	%6,7	%9,3	%9,4	%9,0	%9,9	%9,6
Vergi				(18)	(30)	(51)	(56)	(59)	(72)	(75)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				72	92	103	114	135	148	174
Operasyonel Nakit Akımları				135	214	308	340	369	435	472
NİS Değişimi				(48)	(114)	(213)	(139)	(126)	(187)	(151)
Yatırım Harcamaları				(277)	(191)	(90)	(97)	(186)	(111)	(174)
Serbest Nakit Akımları				(190)	(91)	5	103	56	137	147
İskonto Oranı				%19,2	%18,2	%17,9	%17,1	%16,1	%15,1	%14,6
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				0,92	0,77	0,65	0,56	0,48	0,41	0,41
İndirgenmiş Nakit Akımı				(174)	(70)	3	58	27	57	924

Şirket Değeri	m TL
İNA (2020-25)	(100)
İNA (>2025)	924
Şirket Değeri	823
Net Nakit/(Borç)	(712)
Diğer Düzeltmeler	62
Düzeltilmiş Hisse Değeri	173

Diğer Düzeltmeler	m TL
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	8
Yatırım Teşviki Vergi Varlığı	53
Toplam	62

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe Bulgaria EAD

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	14	11	9	6	4
	-25 bp	15	12	10	7	5
	-	16	13	11	8	6
	+25 bp	18	15	12	9	7
	+50 bp	19	16	13	10	7

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	88	100	109	93	105	106	111	119	119	121
Büyüme(%)	(%1,3)	%13,0	%9,7	(%14,7)	%12,1	%0,9	%4,7	%7,2	%0,3	%2,0
Satışların Maliyeti	(53)	(68)	(77)	(67)	(73)	(74)	(77)	(81)	(82)	(84)
Brüt Kar	35	31	32	26	31	32	34	37	37	38
Brüt Kar Marjı(%)	%40,2	%31,6	%29,6	%27,8	%29,9	%29,8	%30,4	%31,4	%31,1	%31,1
Faaliyet Giderleri	(19)	(20)	(24)	(22)	(23)	(23)	(24)	(26)	(26)	(26)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	2	2	1	0	0	0	0	1	1	1
FAVÖK	19	14	10	5	9	9	10	12	12	12
FAVÖK Marjı(%)	%21,5	%13,8	%8,9	%5,2	%8,2	%8,1	%8,9	%10,2	%9,8	%9,8
Amortisman (-)	(13)	(7)	(7)	(7)	(8)	(10)	(11)	(11)	(12)	(7)
FVÖK	6	7	3	(3)	0	(2)	(1)	1	(0)	5
FVÖK Marjı(%)	%7,1	%6,9	%2,6	(%2,7)	%0,2	(%1,5)	(%0,7)	%0,8	(%0,0)	%4,3
Vergi				-	(0)	-	-	(0)	-	(1)
Vergi Oranı				%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Amortisman (+)				7	8	10	11	11	12	7
Operasyonel Nakit Akımları				5	9	9	10	12	12	11
NİS Değişimi				4	(3)	(1)	(3)	(4)	(2)	(1)
Yatırım Harcamaları				(9)	(9)	(16)	(4)	(4)	(4)	(7)
Serbest Nakit Akımları				(1)	(4)	(9)	3	4	5	4
İskonto Oranı				%7,8	%7,7	%7,6	%7,6	%7,6	%7,6	%7,6
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				0,96	0,89	0,83	0,77	0,72	0,67	0,67
İndirgenmiş Nakit Akımı				(1)	(3)	(7)	2	3	4	45

Şirket Değeri	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	(3)	(18)
İNA (>2025)	45	301
Şirket Değeri	42	282
Net Nakit/(Borç)	(32)	(212)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	11	71

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

OOO Posuda Limited

Duyarlılık
Analizi (m RUB)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1.145	1.014	892	778	673
	-25 bp	1.222	1.083	955	835	724
	-	1.305	1.158	1.023	897	780
	+25 bp	1.396	1.240	1.096	963	840
	+50 bp	1.495	1.328	1.175	1.034	904

m RUB	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	3.188	4.013	3.850	4.182	4.381	4.076	4.492	4.680	4.793	4.985
Büyüme(%)	(%11,3)	%25,9	(%4,1)	%8,6	%4,8	(%7,0)	%10,2	%4,2	%2,4	%4,0
Satışların Maliyeti	(1.975)	(2.684)	(2.549)	(2.780)	(2.877)	(2.766)	(2.984)	(3.104)	(3.195)	(3.323)
Brüt Kar	1.213	1.329	1.301	1.402	1.504	1.310	1.508	1.575	1.598	1.662
Brüt Kar Marj(%)	%38,0	%33,1	%33,8	%33,5	%34,3	%32,1	%33,6	%33,7	%33,3	%33,3
Faaliyet Giderleri	(489)	(604)	(675)	(714)	(741)	(728)	(774)	(805)	(831)	(865)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(39)	(40)	(64)	(28)	(29)	(27)	(30)	(31)	(32)	(33)
FAVÖK	685	685	562	660	734	555	704	739	735	764
FAVÖK Marj(%)	%21,5	%17,1	%14,6	%15,8	%16,8	%13,6	%15,7	%15,8	%15,3	%15,3
Amortisman (-)	(436)	(235)	(252)	(299)	(349)	(425)	(453)	(481)	(511)	(353)
FVÖK	248	450	310	362	385	130	251	258	225	411
FVÖK Marj(%)	%7,8	%11,2	%8,1	%8,6	%8,8	%3,2	%5,6	%5,5	%4,7	%8,3
Vergi				(72)	(77)	(26)	(50)	(52)	(45)	(82)
Vergi Oranı				%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				299	349	425	453	481	511	353
Operasyonel Nakit Akımları				588	657	529	654	688	690	682
NİS Değişimi				(58)	35	127	(91)	(28)	(38)	(63)
Yatırım Harcamaları				(147)	(456)	(720)	(237)	(241)	(246)	(353)
Serbest Nakit Akımları				383	236	(64)	326	419	406	266
İskonto Oranı				%10,7	%10,6	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4
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				0,95	0,86	0,78	0,70	0,64	0,58	0,58
İndirgenmiş Nakit Akımı				364	203	(50)	229	267	234	2.385

Şirket Değeri	m RUB	m TL
İNA (2020-25)	1.249	119
İNA (>2025)	2.385	228
Şirket Değeri	3.633	347
Net Nakit/(Borç)	(2.787)	(266)
Vergi Varlığı	176	17
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1.023	98

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E.

Duyarlılık
Analizi (m \$)

AOSM					
	-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	(30)	(31)	(32)	(33)	(34)
-50 bp	(30)	(31)	(32)	(33)	(33)
-25 bp	(29)	(30)	(31)	(32)	(33)
-	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
+25 bp	(27)	(28)	(29)	(30)	(31)
+50 bp	(27)	(29)	(30)	(31)	(32)

m \$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	0	17	23	24	25	34	34	35	36	37
Büyüme(%)	%0,0	%11670,5	%37,7	%0,8	%5,9	%37,3	(%1,2)	%4,3	%3,1	%2,0
Satışların Maliyeti	(0)	(11)	(18)	(18)	(19)	(24)	(23)	(24)	(24)	(25)
Brüt Kar	(0)	6	5	5	6	10	10	11	12	12
Brüt Kar Marjı(%)	(%198,4)	%33,8	%21,4	%23,2	%25,2	%30,3	%31,1	%32,4	%33,7	%33,7
Faaliyet Giderleri	(0)	(6)	(5)	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	-	5	2	2	2	2	2	2	2
FAVÖK	(0)	0	5	2	3	6	6	7	7	7
FAVÖK Marjı(%)	(%235,8)	%1,2	%21,8	%8,1	%10,1	%16,8	%17,3	%18,7	%19,9	%19,9
Amortisman (-)	(0)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(6)	(7)	(7)	(4)
FVÖK	(1)	(1)	2	(2)	(3)	(0)	(0)	0	0	3
FVÖK Marjı(%)	(%422,8)	(%8,0)	%8,8	(%10,2)	(%11,2)	(%0,0)	(%0,9)	%0,1	%0,8	%7,9
Vergi				-	-	-	-	(0)	(0)	(1)
Vergi Oranı				%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5
Amortisman (+)				4	5	6	6	7	7	4
Operasyonel Nakit Akımları				2	3	6	6	7	7	7
NİS Değişimi				(0)	(0)	(2)	0	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				(4)	(10)	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
Serbest Nakit Akımları				(3)	(7)	0	3	3	3	2
İskonto Oranı				%9,7	%9,1	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7
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				0,95	0,87	0,80	0,74	0,68	0,62	0,62
İndirgenmiş Nakit Akımı				(3)	(6)	0	2	2	2	19

Şirket Değeri	m \$	m TL
İNA (2020-25)	(3)	(16)
İNA (>2025)	19	115
Şirket Değeri	17	99
Net Nakit/(Borç)	(48)	(284)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	(31)	(185)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Denizli Cam Sanayii ve Tic. A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	13	11	8	6	3
	-25 bp	15	12	9	7	4
	-	17	14	11	8	6
	+25 bp	19	15	12	10	7
	+50 bp	20	17	14	11	8

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 Marj(%)	%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 Marj(%)	%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 Marj(%)	%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

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe Mağazaları A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	70	64	59	55	50
	-25 bp	72	66	61	56	51
	-	74	68	63	58	53
	+25 bp	76	70	64	59	54
	+50 bp	78	72	66	61	56

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	201	247	302	279	371	474	568	670	778	840
Büyüme(%)	%18,5	%23,1	%22,3	(%7,5)	%32,9	%27,8	%19,8	%17,8	%16,2	%8,0
Satışların Maliyeti	(89)	(115)	(137)	(124)	(166)	(214)	(258)	(305)	(356)	(384)
Brüt Kar	112	132	165	155	205	261	311	365	422	456
Brüt Kar Marjı(%)	%55,8	%53,6	%54,7	%55,6	%55,4	%54,9	%54,6	%54,5	%54,3	%54,3
Faaliyet Giderleri	(101)	(122)	(146)	(149)	(189)	(230)	(272)	(317)	(365)	(394)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	1	1	2	(0)	1	2	3	4	5	6
FAVÖK	11	11	22	6	17	32	41	52	63	68
FAVÖK Marjı(%)	%5,6	%4,5	%7,1	%2,2	%4,7	%6,8	%7,2	%7,7	%8,1	%8,1
Amortisman (-)	(5)	(4)	(5)	(9)	(11)	(13)	(16)	(19)	(21)	(8)
FVÖK	6	7	16	(3)	6	19	25	33	42	60
FVÖK Marjı(%)	%3,1	%2,7	%5,5	(%1,2)	%1,6	%4,0	%4,4	%4,9	%5,4	%7,1
Vergi				-	(1)	(4)	(5)	(7)	(8)	(12)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				9	11	13	16	19	21	8
Operasyonel Nakit Akımları				6	16	29	36	45	55	56
NİS Değişimi				10	(28)	(32)	(29)	(31)	(34)	(19)
Yatırım Harcamaları				(32)	(12)	(13)	(15)	(16)	(17)	(8)
Serbest Nakit Akımları				(16)	(24)	(17)	(8)	(2)	4	29
İskonto Oranı				%21,7	%20,2	%19,7	%18,9	%17,9	%16,9	%16,4
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	0,75	0,62	0,52	0,44	0,38	0,38
İndirgenmiş Nakit Akımı				(14)	(18)	(10)	(4)	(1)	2	129

Şirket Değeri	m TL
İNA (2020-25)	(46)
İNA (>2025)	129
Şirket Değeri	84
Net Nakit/(Borç)	(21)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	63

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe SRL

Duyarlılık
Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	7	7	7	7	6
	-25 bp	7	7	7	7	7
	-	7	7	7	7	7
	+25 bp	7	7	7	7	7
	+50 bp	7	7	7	7	7

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	14	14	14	13	14	14	15	15	15	16
Büyüme(%)	%18,5	(%3,1)	%2,6	(%9,8)	%6,3	%6,7	%1,6	%1,9	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	(11)	(10)	(10)	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)	(10)	(11)
Brüt Kar	4	4	4	4	4	5	5	5	5	5
Brüt Kar Marjı(%)	%25,4	%28,4	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6	%31,6
Faaliyet Giderleri	(3)	(3)	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
FAVÖK Marjı(%)	%1,0	%2,6	%5,9	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
FVÖK Marjı(%)	%0,2	%1,7	%5,0	%5,7	%5,9	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				1	1	1	1	1	1	1
NİS Değişimi				0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				1	1	1	1	1	1	1
İskonto Oranı				%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2
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				0,94	0,82	0,72	0,63	0,55	0,48	0,48
İndirgenmiş Nakit Akımı				1	0	0	0	0	0	3

Şirket Değeri	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	3	18
İNA (>2025)	3	19
Şirket Değeri	6	37
Net Nakit/(Borç)	1	6
Vergi Varlığı	0	2
Düzeltilmiş Hisse Değeri	7	45

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe (Shangai) Trading Co. Ltd.

Duyarlılık Analizi (m CNY)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	2	2	2	2	1
	-25 bp	2	2	2	2	1
	-	2	2	2	2	1
	+25 bp	2	2	2	2	1
	+50 bp	2	2	2	2	1

m CNY	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	23	22	25	23	25	27	28	29	30	31
Büyüme(%)	%4,0	(%3,6)	%11,4	(%7,3)	%7,9	%8,4	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
Satışların Maliyeti	(20)	(12)	(15)	(14)	(15)	(16)	(17)	(17)	(18)	(18)
Brüt Kar	4	10	10	10	10	11	11	12	12	13
Brüt Kar Marjı(%)	%15,5	%45,8	%41,0	%41,0	%41,0	%41,0	%41,0	%41,0	%41,0	%41,0
Faaliyet Giderleri	(8)	(10)	(9)	(9)	(9)	(10)	(10)	(11)	(11)	(11)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(1)	(1)	(0)	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	(5)	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1
FAVÖK Marjı(%)	(%22,6)	(%3,9)	%2,3	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	(5)	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1
FVÖK Marjı(%)	(%22,7)	(%4,0)	%2,1	%4,1	%4,1	%4,1	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				1	1	1	1	1	1	1
NİS Değişimi				(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(0)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1
İskonto Oranı				%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1
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				0,94	0,82	0,72	0,63	0,55	0,48	0,48
İndirgenmiş Nakit Akımı				(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	3

Şirket Değeri	m CNY	m TL
İNA (2020-25)	(5)	(4)
İNA (>2025)	3	3
Şirket Değeri	(1)	(1)
Net Nakit/(Borç)	2	2
Vergi Varlığı	1	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	2	1

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe USA Inc.

Duyarlılık
Analizi (m \$)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1	1	1	1	1
	-25 bp	1	1	1	1	1
	-	1	1	1	1	1
	+25 bp	1	1	1	1	1
	+50 bp	1	1	1	1	1

m \$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	-	3	2	2	2	3	3	3	3	3
Büyüme(%)	%0,0	%0,0	(%19,3)	(%9,4)	%7,6	%7,6	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	-	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Brüt Kar	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Brüt Kar Marjı(%)	%0,0	%38,2	%39,1	%39,1	%39,1	%39,1	%39,1	%39,1	%39,1	%39,1
Faaliyet Giderleri	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	-	0	(0)	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı(%)	%0,0	%2,8	(%1,3)	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1
Amortisman (-)	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-
FVÖK	-	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	0
FVÖK Marjı(%)	%0,0	(%0,3)	(%2,0)	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,9	%5,1
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	-
Operasyonel Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
NİS Değişimi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	0
İskonto Oranı				%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3
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				0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,58
İndirgenmiş Nakit Akımı				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	1

Şirket Değeri	m \$	m TL
İNA (2020-25)	(0)	(1)
İNA (>2025)	1	4
Şirket Değeri	1	4
Net Nakit/(Borç)	0	2
Vergi Varlığı	0	0
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1	6

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe Spain SL

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	2	2	2	2	2
	-25 bp	2	2	2	2	2
	-	2	2	2	2	2
	+25 bp	2	2	2	2	2
	+50 bp	2	2	2	2	2

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Büyüme(%)	%0,0	%0,0	%8,4	(%9,8)	%6,3	%6,7	%1,6	%1,9	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Brüt Kar	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Brüt Kar Marjı(%)	%0,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0
Faaliyet Giderleri	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı(%)	%0,0	%7,5	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6	%19,6
Amortisman (-)	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-
FVÖK	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FVÖK Marjı(%)	%0,0	%7,1	%19,3	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,5	%19,6
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	-
Operasyonel Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
NİS Değişimi				0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
İskonto Oranı				%10,4	%10,2	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
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				0,95	0,86	0,78	0,71	0,65	0,59	0,59
İndirgenmiş Nakit Akımı				0	0	0	0	0	0	1

Şirket Değeri	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	0	3
İNA (>2025)	1	5
Şirket Değeri	1	7
Net Nakit/(Borç)	1	5
Düzeltilmiş Hisse Değeri	2	12

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Paşabahçe Glass GmbH

Duyarlılık
Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1	1	1	1	1
	-25 bp	1	1	1	1	1
	-	1	1	1	1	1
	+25 bp	1	1	1	1	1
	+50 bp	1	1	1	1	1

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Büyüme(%)	%0,0	%0,0	%7,8	(%9,8)	%6,3	%6,7	%1,6	%1,9	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	-	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Brüt Kar	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Brüt Kar Marjı(%)	%0,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0
Faaliyet Giderleri	-	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	-	0	(0)	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	-	0	(0)	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı(%)	%0,0	%11,1	(%12,1)	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6	%16,6
Amortisman (-)	-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	-	0	(0)	0	0	0	0	0	0	0
FVÖK Marjı(%)	%0,0	%3,8	(%16,9)	%7,4	%7,4	%7,6	%14,8	%14,4	%14,0	%14,2
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%29,8	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
NİS Değişimi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
İskonto Oranı				%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7
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				0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,60
İndirgenmiş Nakit Akımı				0	0	0	0	0	0	1

Şirket Değeri	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	0	3
İNA (>2025)	1	5
Şirket Değeri	1	7
Net Nakit/(Borç)	0	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1	9

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Soda Sanayii A.Ş. (Solo)

Duyarlılık Analizi (m \$)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1.295	1.258	1.223	1.191	1.161
	-25 bp	1.321	1.282	1.246	1.212	1.180
	-	1.349	1.308	1.270	1.234	1.201
	+25 bp	1.379	1.336	1.296	1.258	1.223
	+50 bp	1.412	1.366	1.323	1.283	1.246

m \$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	483	512	520	449	486	527	557	584	608	620
Büyüme(%)	%0,0	%6,2	%1,5	(%13,6)	%8,1	%8,5	%5,7	%4,7	%4,1	%2,0
Satışların Maliyeti	(287)	(278)	(305)	(292)	(310)	(330)	(341)	(351)	(365)	(365)
Brüt Kar	196	234	215	158	175	197	217	233	243	255
Brüt Kar Marjı(%)	%40,6	%45,7	%41,3	%35,1	%36,1	%37,4	%38,9	%39,9	%40,0	%41,2
Faaliyet Giderleri	(71)	(70)	(72)	(68)	(73)	(77)	(80)	(83)	(85)	(87)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)	7	20	8	2	2	2	2	2	2	2
FAVÖK	132	184	151	91	104	122	139	152	160	170
FAVÖK Marjı(%)	%27,3	%35,8	%29,0	%20,2	%21,4	%23,2	%24,9	%26,0	%26,3	%27,5
Amortisman (-)	(23)	(17)	(15)	(16)	(23)	(25)	(26)	(27)	(34)	(42)
FVÖK	109	167	136	75	81	98	113	125	126	128
FVÖK Marjı(%)	%22,6	%32,5	%26,1	%16,7	%16,7	%18,5	%20,3	%21,4	%20,7	%20,6
Vergi				(17)	(16)	(20)	(23)	(25)	(25)	(26)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				16	23	25	26	27	34	42
Operasyonel Nakit Akımları				74	88	103	116	127	135	145
NİS Değişimi				15	(8)	(9)	(6)	(6)	(5)	(3)
Yatırım Harcamaları				(64)	(64)	(45)	(43)	(43)	(46)	(42)
Serbest Nakit Akımları				25	17	50	67	78	83	100
İskonto Oranı				%10,0	%9,9	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7
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				0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,60
İndirgenmiş Nakit Akımı				24	14	39	48	51	50	778

	m \$	m TL
İNA (2020-25)	226	1.345
İNA (>2025)	778	4.623
Şirket Değeri	1.005	5.967
Net Nakit/ (Borç)	301	1.788
Diğer Düzeltmeler	(36)	(212)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1.270	7.544

Diğer Düzeltmeler	m \$	m TL
Temettü Ödemesi	(41)	(245)
Yatırım Vergi Teşviki Varlığı	0	1
Temettü Geliri	5	32
Toplam	(36)	(212)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	(10)	(13)	(15)	(18)	(20)
	-25 bp	(8)	(11)	(14)	(16)	(19)
	-	(7)	(10)	(12)	(15)	(17)
	+25 bp	(5)	(8)	(11)	(14)	(16)
	+50 bp	(3)	(6)	(9)	(12)	(15)

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	-	-	31	52	52	59	65	70	78	79
Büyüme(%)	%0,0	%0,0	%0,0	%66,8	(%0,6)	%12,8	%10,6	%7,7	%11,5	%2,0
Satışların Maliyeti	-	(2)	(25)	(35)	(34)	(38)	(42)	(45)	(50)	(54)
Brüt Kar	-	(2)	7	17	18	21	23	25	28	25
Brüt Kar Marjı(%)	%0,0	%0,0	%20,9	%32,3	%34,8	%35,2	%35,9	%35,8	%35,5	%31,4
Faaliyet Giderleri	(0)	(2)	(6)	(8)	(8)	(8)	(9)	(10)	(10)	(11)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	(0)	(4)	1	9	11	12	14	16	18	15
FAVÖK Marjı(%)	%0,0	%0,0	%2,9	%17,9	%20,4	%21,3	%22,4	%22,5	%22,6	%18,5
Amortisman (-)	-	-	(7)	(5)	(5)	(5)	(5)	(4)	(4)	(2)
FVÖK	(0)	(4)	(6)	4	5	8	10	11	13	12
FVÖK Marjı(%)	%0,0	%0,0	(%18,5)	%7,4	%10,1	%12,9	%15,2	%16,2	%17,2	%15,6
Vergi				(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(2)
Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				5	5	5	5	4	4	2
Operasyonel Nakit Akımları				9	10	11	13	13	15	12
NİS Değişimi				11	3	2	(2)	(1)	(2)	(0)
Yatırım Harcamaları				(7)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Serbest Nakit Akımları				12	12	12	10	11	12	10
İskonto Oranı				%11,1	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1
Kısmi Dönem				1,00	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				0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	0,56
İndirgenmiş Nakit Akımı				12	10	9	7	7	7	59

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	52	345
İNA (>2025)	59	391
Şirket Değeri	111	736
Net Nakit/ (Borç)	(136)	(907)
Yatırım Vergi Teşviki Varlığı	13	88
Düzeltilmiş Hisse Değeri	(12)	(83)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Oxyvit Kimya Sanayii Ve Tic. A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m \$)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	38	37	36	35	34
	-25 bp	39	38	37	36	34
	-	40	39	38	36	35
	+25 bp	41	40	39	37	36
	+50 bp	43	41	39	38	37

m \$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	18	18	16	17	17	18	18	18	19	19
Büyüme(%)	%0,0	(%2,1)	(%9,7)	%4,0	%4,7	%2,2	%2,2	%3,8	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	(8)	(9)	(10)	(11)	(11)	(12)	(12)	(12)	(12)	(13)
Brüt Kar	10	8	6	6	6	6	6	6	7	7
Brüt Kar Marjı(%)	%53,8	%46,8	%36,6	%35,8	%35,0	%34,9	%34,7	%34,5	%34,5	%34,5
Faaliyet Giderleri	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	9	7	4	4	4	4	4	4	4	4
FAVÖK Marjı(%)	%48,7	%37,9	%25,0	%24,3	%23,6	%23,5	%23,4	%23,4	%23,4	%23,4
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
FVÖK	8	6	4	4	4	4	4	4	4	4
FVÖK Marjı(%)	%47,0	%36,1	%22,1	%21,2	%20,4	%20,0	%19,7	%19,6	%19,6	%18,6
Vergi			(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vergi Oranı			%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)			0	1	1	1	1	1	1	1
Operasyonel Nakit Akımları			3	3	3	3	3	4	4	4
NİS Değişimi			0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları			(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Serbest Nakit Akımları			2	2	2	2	2	3	3	3
İskonto Oranı			%9,1	%9,1	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0
Kısmi Dönem			1,00	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			0,96	0,88	0,80	0,74	0,68	0,62		0,62
İndirgenmiş Nakit Akımı			2	2	2	2	2	2	2	25

	m \$	m TL
İNA (2020-25)	11	64
İNA (>2025)	25	148
Şirket Değeri	36	212
Net Nakit/ (Borç)	6	36
Temettü Ödemesi	(4)	(25)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	38	223

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Cromital S.p.A

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	9	9	9	9	8
	-25 bp	9	9	9	9	8
	-	9	9	9	9	9
	+25 bp	9	9	9	9	9
	+50 bp	9	9	9	9	9

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	19	18	16	10	14	18	20	21	24	24
Büyüme(%)	%6,8	(%5,8)	(%13,7)	(%38,1)	%43,7	%25,2	%11,3	%8,9	%12,4	%2,0
Satışların Maliyeti	(15)	(15)	(13)	(8)	(11)	(14)	(16)	(17)	(19)	(20)
Brüt Kar	4	3	2	2	3	3	4	4	4	5
Brüt Kar Marjı(%)	%20,9	%18,6	%14,5	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6
Faaliyet Giderleri	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)	(0)	0	0	(1)	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	2	1	0	(0)	1	1	1	2	2	2
FAVÖK Marjı(%)	%9,0	%6,8	%2,5	(%2,0)	%5,8	%6,9	%7,3	%7,5	%7,9	%7,9
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	1	1	0	(0)	1	1	1	1	2	2
FVÖK Marjı(%)	%7,6	%5,4	%1,3	(%4,2)	%4,1	%5,5	%6,0	%6,2	%6,6	%6,9
Vergi				-	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				(0)	1	1	1	1	2	2
NİS Değişimi				2	(1)	(1)	(0)	(0)	(1)	(0)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				1	(0)	0	1	1	1	1
İskonto Oranı				%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2
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				0,94	0,83	0,73	0,65	0,57	0,51	0,51
İndirgenmiş Nakit Akımı				1	(0)	0	0	0	0	5

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	2	15
İNA (>2025)	5	36
Şirket Değeri	8	51
Net Nakit/ (Borç)	1	8
Düzeltilmiş Hisse Değeri	9	59

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Soda Lukavac D.O.O.

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	160	156	151	147	143
	-25 bp	163	158	154	149	145
	-	166	161	156	152	147
	+25 bp	169	164	159	154	150
	+50 bp	173	167	162	157	152

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	106	105	107	98	105	111	116	121	127	130
Büyüme(%)	%18,2	(%1,4)	%2,6	(%8,7)	%7,7	%5,5	%4,5	%4,0	%5,2	%2,0
Satışların Maliyeti	(53)	(60)	(62)	(59)	(63)	(66)	(68)	(71)	(74)	(76)
Brüt Kar	53	45	45	39	43	46	48	50	53	54
Brüt Kar Marjı(%)	%50,3	%42,9	%42,4	%40,3	%40,6	%41,1	%41,6	%41,6	%41,7	%41,7
Faaliyet Giderleri	(22)	(21)	(21)	(20)	(22)	(22)	(23)	(24)	(25)	(25)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	31	24	25	19	21	24	26	27	29	29
FAVÖK Marjı(%)	%29,4	%23,0	%22,9	%19,5	%20,3	%21,2	%21,9	%22,2	%22,5	%22,5
Amortisman (-)	(12)	(12)	(11)	(12)	(13)	(14)	(14)	(15)	(16)	(9)
FVÖK	19	12	13	7	8	10	11	12	12	20
FVÖK Marjı(%)	%17,7	%11,7	%12,3	%7,0	%7,7	%8,9	%9,8	%10,1	%9,6	%15,6
Vergi				(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
Vergi Oranı				%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Amortisman (+)				12	13	14	14	15	16	9
Operasyonel Nakit Akımları				18	21	23	24	26	27	27
NİS Değişimi				3	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)
Yatırım Harcamaları				(13)	(8)	(6)	(7)	(7)	(6)	(9)
Serbest Nakit Akımları				8	11	15	16	18	19	18
İskonto Oranı				%11,4	%11,3	%11,2	%11,2	%11,2	%11,2	%11,2
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				0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	0,56	0,56
İndirgenmiş Nakit Akımı				7	9	11	11	11	11	107

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	61	406
İNA (>2025)	107	709
Şirket Değeri	168	1.115
Net Nakit/(Borç)	(11)	(76)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	156	1.039

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Solvay Şişecam Holding AG

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	97	96	94	93	91
	-25 bp	98	97	95	93	92
	-	99	97	96	94	93
	+25 bp	100	98	97	95	94
	+50 bp	101	99	98	96	94

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Temettü Ödemeleri	21	21	17	13	13	13	13	13	13	13
Serbest Nakit Akımları	21	21	17	13	13	13	13	13	13	13
İskonto Oranı				%15,1	%14,6	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4
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				0,93	0,81	0,71	0,62	0,54	0,47	0,47
İndirgenmiş Nakit Akımı				12	11	9	8	7	6	43

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	53	353
İNA (>2025)	43	284
Düzeltilmiş Hisse Değeri	96	637

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Bulgaria EOOD

Duyarlılık Analizi (m EUR)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	16	15	15	15	14
	-25 bp	16	16	15	15	15
	-	16	16	16	15	15
	+25 bp	17	16	16	15	15
	+50 bp	17	17	16	16	15

m EUR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	47	45	40	38	38	40	42	44	45	46
Büyüme(%)	%38,9	(%5,3)	(%11,2)	(%3,5)	%0,5	%4,4	%5,0	%4,9	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	(45)	(42)	(37)	(36)	(36)	(38)	(40)	(42)	(43)	(44)
Brüt Kar	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2
Brüt Kar Marjı(%)	%5,2	%6,7	%5,6	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1	%5,1
Faaliyet Giderleri	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FAVÖK	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1
FAVÖK Marjı(%)	%2,8	%3,7	%3,6	%3,1	%3,1	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-
FVÖK	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1
FVÖK Marjı(%)	%2,8	%3,7	%3,6	%3,1	%3,1	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Vergi Oranı				%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	-
Operasyonel Nakit Akımları				1	1	1	1	1	1	1
NİS Değişimi				0	0	0	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları				-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları				1	1	1	1	1	1	1
İskonto Oranı				%11,5	%11,0	%10,8	%10,8	%10,8	%10,8	%10,8
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				0,95	0,85	0,77	0,69	0,63	0,56	0,56
İndirgenmiş Nakit Akımı				1	1	1	1	1	1	9

	m EUR	m TL
İNA (2020-25)	5	35
İNA (>2025)	9	57
Şirket Değeri	14	92
Net Nakit/ (Borç)	3	19
Temettü Ödemesi	(1)	(7)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	16	103

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Trading Co.

Duyarlılık Analizi (m CNY)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	29	29	29	28	28
	-25 bp	30	29	29	28	28
	-	30	29	29	29	28
	+25 bp	30	30	29	29	29
	+50 bp	30	30	30	29	29

m CNY	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar		18	17	10	14	17	19	20	21	21
Büyüme(%)		%0,0	(%5,3)	(%43,6)	%40,2	%23,5	%8,7	%5,2	%6,2	%3,0
Satışların Maliyeti		(16)	(16)	(9)	(13)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
Brüt Kar		2	1	1	1	1	1	1	2	2
Brüt Kar Marjı(%)		%11,4	%7,3	%7,3	%7,3	%7,3	%7,3	%7,3	%7,3	%7,3
Faaliyet Giderleri		(4)	(4)	(2)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)	(5)
Diğer Gelir(-)/Gider (+)		6	6	3	5	6	6	7	7	7
FAVÖK		4	3	2	3	3	4	4	4	4
FAVÖK Marjı(%)		%23,4	%19,1	%19,2	%19,2	%19,2	%19,2	%19,2	%19,2	%19,2
Amortisman (-)		(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-
FVÖK		4	3	2	3	3	4	4	4	4
FVÖK Marjı(%)		%22,9	%18,6	%18,5	%18,7	%18,8	%19,0	%19,2	%19,2	%19,2
Vergi		-	-	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Vergi Oranı		%0,0	%0,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Amortisman (+)		-	-	0	0	0	0	-	-	-
Operasyonel Nakit Akımları				1	2	2	3	3	3	3
NİS Değişimi				(0)	0	0	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları				-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları				1	2	3	3	3	3	3
İskonto Oranı				%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1
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				0,93	0,80	0,69	0,59	0,51	0,44	0,44
İndirgenmiş Nakit Akımı				1	2	2	2	1	1	10

	m CNY	m TL
İNA (2020-25)	9	8
İNA (>2025)	10	9
Şirket Değeri	19	16
Net Nakit/ (Borç)	10	8
Düzeltilmiş Hisse Değeri	29	25

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Pacific Soda LLC

Duyarlılık
Analizi (m \$)

		AOSM				
		- 50 bp	- 25 bp	-	+ 25 bp	+ 50 bp
UVBO	- 50 bp	436	398	362	328	297
	- 25 bp	471	430	392	357	324
	-	508	465	425	387	352
	+ 25 bp	548	502	459	419	382
	+ 50 bp	590	541	495	453	414

m \$	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	...	2085
Satışlar	-	-	-	-	-	-	184	490	672	762	777	792	808	824	841	858		2.309
Büyüme(%)	-	-	-	-	-	-	%0	%166	%37	%13	%2	%2	%2	%2	%2	%2		%2
Satışların Maliyeti	-	-	-	-	-	(4)	(47)	(120)	(154)	(172)	(175)	(179)	(182)	(186)	(190)	(194)		(521)
Brüt Kar	-	-	-	-	-	(4)	137	370	518	590	601	614	626	638	651	664		1.787
Brüt Kar Marjı(%)	-	-	-	-	-	-	%74	%76	%77	%77	%77	%77	%77	%77	%77	%77		77,4%
Faaliyet Giderleri	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)	(4)	(58)	(145)	(194)	(219)	(223)	(228)	(232)	(237)	(242)	(246)		(663)
FAVÖK	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)	(8)	79	226	323	371	378	386	394	401	409	418		1.124
FAVÖK Marjı(%)	-	-	-	-	-	-	%43	%46	%48	%49	%49	%49	%49	%49	%49	%49		%49
Amortisman (-)	(5)	(10)	(12)	(27)	(49)	(68)	(75)	(75)	(75)	(70)	(65)	(63)	(52)	(37)	(27)	(22)		-
FVÖK	(6)	(12)	(15)	(30)	(53)	(76)	4	151	249	301	313	323	342	364	382	395		1.124
FVÖK Marjı(%)	-	-	-	-	-	-	%2	%31	%37	%40	%40	%41	%42	%44	%45	%46		%49
Vergi	-	-	-	-	-	-	(1)	(32)	(52)	(63)	(66)	(68)	(72)	(76)	(80)	(83)		(236)
Amortisman (+)	5	10	12	27	49	68	75	75	75	70	65	63	52	37	27	22		-
Operasyonel Nakit Akımları	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)	(8)	78	194	271	308	313	318	322	325	329	335		888
NİS Değişimi	-	-	-	-	-	-	(26)	(43)	(25)	(13)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)		(6)
Yatırım Harcamaları	(51)	(46)	(29)	(299)	(510)	(533)	(115)	(0)	(0)	(0)	(0)	-	-	-	-	-		-
Serbest Nakit Akımları	(52)	(49)	(32)	(302)	(513)	(541)	(63)	151	245	295	310	316	320	323	327	332		882
İskonto Oranı	%10,0	%10,3	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%9,7		%9,7
Kısmi Dönem	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0		1,0
İskonto Dönemi	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	14,5	15,5		65,5
İndirgeme Faktörü	0,95	0,86	0,78	0,71	0,64	0,58	0,52	0,48	0,43	0,39	0,35	0,32	0,29	0,26	0,24	0,24		0,00
İndirgenmiş Nakit Akımı	(50)	(42)	(25)	(214)	(329)	(313)	(33)	72	106	115	110	101	93	85	78	79		2

m \$ m TL

Net Bugünkü Değer (%100)	850	5.046
Net Bugünkü Değer (%50)	425	2.523

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

(Solo)

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	192	171	151	132	114
	-25 bp	203	181	160	141	122
	-	214	192	170	150	131
	+25 bp	226	203	181	160	140
	+50 bp	239	214	191	170	149

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	196	258	477	521	590	682	774	848	930	1.005
Büyüme (%)		%31,7	%85,2	%9,3	%13,3	%15,5	%13,5	%9,6	%9,7	%8,0
Satışların Maliyeti & Faaliyet Giderleri	(177)	(248)	(341)	(415)	(377)	(420)	(464)	(509)	(552)	(596)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	0	0	5	18	20	22	25	27	29	32
FAVÖK	20	10	140	124	234	284	335	367	408	441
FAVÖK Marjı (%)	%10,0	%4,0	%29,4	%23,8	%39,6	%41,7	%43,2	%43,2	%43,9	%43,9
Amortisman (-)	(36)	(42)	(49)	(67)	(143)	(164)	(180)	(178)	(173)	(188)
FVÖK	(17)	(32)	91	57	90	120	154	189	235	253
FVÖK Marjı (%)	(%8,6)	(%12,5)	%19,0	%11,0	%15,3	%17,6	%19,9	%22,3	%25,3	%25,1
Vergi				(13)	(18)	(24)	(31)	(38)	(47)	(51)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				67	143	164	180	178	173	188
Operasyonel Nakit Akımları				112	216	260	304	329	361	390
NİS Değişimi				(50)	(63)	(59)	(65)	(55)	(66)	(46)
Yatırım Harcamaları				(196)	(194)	(134)	(147)	(160)	(174)	(188)
Serbest Nakit Akımları				(135)	(41)	67	92	114	121	156
İskonto Oranı				%23,3	%21,9	%21,4	%20,7	%19,6	%18,6	%18,1
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				0,90	0,73	0,60	0,50	0,41	0,35	0,35
İndirgenmiş Nakit Akımı				(121)	(30)	40	46	47	42	541

	m TL
İNA (2020-25)	24
İNA (>2025)	541
Şirket Değeri	565
Net Nakit/ (Borç)	(807)
Diğer Düzeltmeler	412
Düzeltilmiş Hisse Değeri	170
Diğer Düzeltmeler	m TL
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	302
Temettü Ödemesi	(320)
Temettü Geliri	386
Vergi Varlıkları (AR-GE Teşviği)	43
Toplam	412

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Camiş Madencilik A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	565	548	532	517	502
	-25 bp	577	559	542	526	511
	-	589	571	553	536	521
	+25 bp	602	583	564	547	531
	+50 bp	615	595	576	558	541

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2080
Satışlar	246	333	412	452	578	718	845	950	1.046	56.572
Büyüme (%)		%35,2	%23,7	%9,7	%27,8	%24,2	%17,7	%12,4	%10,2	%8,2
Satışların Maliyeti	(175)	(231)	(288)	(315)	(400)	(489)	(571)	(643)	(708)	(41.420)
Brüt Kar	72	102	124	138	177	229	274	307	338	15.151
Brüt Kar Marjı (%)	%29,1	%30,6	%30,1	%30,4	%30,7	%31,9	%32,4	%32,3	%32,3	%26,8
Faaliyet Giderleri	(41)	(52)	(60)	(74)	(87)	(102)	(116)	(128)	(141)	(7.115)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	4	2	0	(11)	(13)	(17)	(20)	(22)	(25)	(1.498)
FAVÖK	35	51	65	53	78	111	138	157	173	6.538
FAVÖK Marjı (%)	%14,1	%15,4	%15,7	%11,6	%13,4	%15,5	%16,4	%16,5	%16,5	%11,6
Amortisman (-)	(11)	(11)	(14)	(14)	(21)	(40)	(51)	(55)	(59)	(788)
FVÖK	24	40	51	39	56	71	88	103	114	5.750
FVÖK Marjı (%)	%9,6	%12,0	%12,4	%8,6	%9,7	%9,9	%10,4	%10,8	%10,9	%10,2
Vergi				(9)	(11)	(14)	(18)	(21)	(23)	(1.150)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				14	21	40	51	55	59	788
Operasyonel Nakit Akımları				44	66	97	121	137	150	5.388
NİS Değişimi				(3)	(9)	(10)	(9)	(7)	(7)	(301)
Yatırım Harcamaları				(122)	(113)	(96)	(38)	(41)	(43)	(1.006)
Serbest Nakit Akımları				(81)	(55)	(9)	74	89	100	4.081
İskonto Oranı				%20,5	%19,2	%18,8	%18,0	%17,0	%16,0	%15,5
Kısmi Dönem				1,00	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	60,50
İndirgeme Faktörü				0,91	0,76	0,64	0,54	0,46	0,39	0,00
İndirgenmiş Nakit Akımı				(74)	(42)	(6)	40	41	39	1

	m TL
İNA (2020-80)	433
İNA (>2080)	-
Şirket Değeri	433
Net Nakit/ (Borç)	107
Vergi Teşvik Varlıkları	14
Düzeltilmiş Hisse Değeri	553

İndirgenmiş Nakit Akımları

Camiş Ambalaj Sanayii A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	143	137	131	126	121
	-25 bp	146	140	134	128	123
	-	150	143	137	131	126
	+25 bp	154	146	140	134	128
	+50 bp	158	150	143	137	131

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	107	158	173	174	224	271	317	361	412	445
Büyüme (%)		%47,6	%9,9	%0,4	%29,0	%20,7	%17,1	%14,0	%14,2	%8,0
Satışların Maliyeti	(80)	(121)	(129)	(132)	(170)	(206)	(241)	(275)	(315)	(340)
Brüt Kar	27	37	45	42	54	65	76	86	98	106
Brüt Kar Marjı (%)	%24,8	%23,6	%25,8	%24,2	%24,1	%24,0	%23,9	%23,8	%23,7	%23,7
Faaliyet Giderleri	(13)	(16)	(17)	(17)	(22)	(27)	(32)	(38)	(44)	(47)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	1	2	3	1	2	2	3	3	3	4
FAVÖK	15	22	30	26	34	40	46	51	58	62
FAVÖK Marjı (%)	%14,2	%14,1	%17,5	%15,0	%15,1	%14,8	%14,5	%14,2	%14,0	%14,0
Amortisman (-)	(3)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(9)	(9)	(9)	(16)
FVÖK	12	19	26	21	27	33	37	42	48	46
FVÖK Marjı (%)	%11,3	%12,2	%15,1	%12,2	%12,2	%12,2	%11,8	%11,7	%11,7	%10,3
Vergi				(5)	(5)	(7)	(7)	(8)	(10)	(9)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				5	6	7	9	9	9	16
Operasyonel Nakit Akımları				21	28	33	38	43	48	53
NİS Değişimi				1	(17)	(16)	(16)	(15)	(18)	(11)
Yatırım Harcamaları				(16)	(29)	(14)	(29)	(9)	(10)	(16)
Serbest Nakit Akımları				7	(18)	3	(6)	19	21	26
İskonto Oranı				%20,6	%19,3	%18,9	%18,1	%17,1	%16,1	%15,6
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	0,64	0,54	0,46	0,39	0,39
İndirgenmiş Nakit Akımı				6	(14)	2	(3)	9	8	133

	m TL
İNA (2020-25)	8
İNA (>2025)	133
Şirket Değeri	141
Net Nakit/ (Borç)	(4)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	137

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Enerji A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	74	72	71	69	68
	-25 bp	74	72	71	69	68
	-	74	73	71	69	68
	+25 bp	75	73	71	70	68
	+50 bp	75	73	71	70	68

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	728	729	897	1.213	1.524	1.709	1.887	2.045	2.177	2.351
Büyüme (%)		%0,1	%23,0	%35,3	%25,6	%12,1	%10,4	%8,4	%6,4	%8,0
Satışların Maliyeti	(715)	(704)	(873)	(1.190)	(1.494)	(1.675)	(1.850)	(2.005)	(2.134)	(2.305)
Brüt Kar	14	26	24	24	30	34	38	41	43	46
Brüt Kar Marjı (%)	%1,9	%3,5	%2,7	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0
Faaliyet Giderleri	(5)	(4)	(7)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	2	2	3	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	11	23	20	15	21	23	26	28	29	31
FAVÖK Marjı (%)	%1,5	%3,2	%2,2	%1,3	%1,4	%1,4	%1,4	%1,4	%1,3	%1,3
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	11	23	20	15	21	23	26	27	29	31
FVÖK Marjı (%)	%1,5	%3,2	%2,2	%1,2	%1,3	%1,4	%1,4	%1,3	%1,3	%1,3
Vergi				(3)	(4)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				12	17	19	21	22	23	25
NİS Değişimi				1	(23)	(12)	(11)	(8)	(4)	(10)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				13	(6)	6	9	14	19	14
İskonto Oranı				%24,8	%23,1	%22,5	%21,7	%20,6	%19,6	%19,0
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				0,90	0,72	0,59	0,48	0,40	0,33	0,39
İndirgenmiş Nakit Akımı				11	(5)	4	5	6	6	43

	m TL
INA (2020-25)	27
INA (>2025)	43
Şirket Değeri	70
Net Nakit/ (Borç)	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	71

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	51	50	49	47	46
	-25 bp	52	51	49	48	47
	-	53	52	50	49	47
	+25 bp	54	53	51	49	48
	+50 bp	55	54	52	50	49

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	22	36	62	116	176	196	216	236	256	276
Büyüme (%)		%68,3	%70,3	%87,7	%51,6	%11,2	%10,3	%9,3	%8,3	%8,0
Satışların Maliyeti & Faaliyet Giderleri	(21)	(34)	(58)	(110)	(169)	(189)	(208)	(228)	(247)	(267)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	5	(1)	2	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	5	1	6	6	7	7	8	8	8	9
FAVÖK Marjı (%)	%22,1	%2,4	%10,3	%5,5	%4,0	%3,7	%3,5	%3,3	%3,2	%3,2
Amortisman (-)	(1)	(1)	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(3)
FVÖK	4	(1)	4	1	2	2	2	3	3	6
FVÖK Marjı (%)	%17,2	(%1,5)	%7,2	%1,2	%1,1	%1,1	%1,1	%1,1	%1,1	%2,3
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				5	5	5	5	5	5	3
Operasyonel Nakit Akımları				6	7	7	7	7	8	8
NİS Değişimi				(12)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Yatırım Harcamaları				(11)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(3)
Serbest Nakit Akımları				(17)	3	5	5	5	6	4
İskonto Oranı				18,7%	17,7%	17,3%	16,7%	15,7%	14,8%	14,3%
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				0,92	0,78	0,66	0,56	0,49	0,42	0,42
İndirgenmiş Nakit Akımı				(16)	2	3	3	3	2	25

	m TL
İNA (2020-25)	(2)
İNA (>2025)	25
Şirket Değeri	22
Net Nakit/ (Borç)	26
Vergi Teşvik Varlıkları	2
Düzeltilmiş Hisse Değeri	50

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Dış Ticaret A.Ş.

Duyarlılık
Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	74	72	70	68	66
	-25 bp	74	72	70	68	67
	-	75	73	71	69	67
	+25 bp	75	73	71	69	67
	+50 bp	76	74	72	70	68

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	2.861	3.789	4.674	5.198	6.253	7.393	8.189	9.121	10.192	11.007
Büyüme (%)		%32,5	%23,3	%11,2	%20,3	%18,2	%10,8	%11,4	%11,7	%8,0
Satışların Maliyeti & Faaliyet Giderleri	(2.853)	(3.780)	(4.663)	(5.187)	(6.239)	(7.377)	(8.170)	(9.100)	(10.168)	(10.981)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(1)	6	(4)	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK	7	15	6	11	14	17	19	21	24	26
FAVÖK Marjı (%)			%0,1	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	7	15	6	11	14	17	19	21	24	26
FVÖK Marjı (%)	%0,3	%0,4	%0,1	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2
Vergi				(2)	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)	(5)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				9	11	14	15	17	19	21
NİS Değişimi				(18)	(11)	(12)	(8)	(10)	(11)	(9)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				(9)	0	1	7	7	8	12
İskonto Oranı				%21,2	%20,7	%20,5	%19,7	%18,7	%17,6	%17,1
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	0,75	0,62	0,52	0,44	0,37	0,37
İndirgenmiş Nakit Akımı				(8)	0	1	3	3	3	48

	m TL
İNA (2020-25)	2
İNA (>2025)	48
Şirket Değeri	51
Net Nakit/ (Borç)	16
Geçmiş Dönem Zararları Vergi Varlığı	4
Düzeltilmiş Hisse Değeri	71

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	18	17	17	17	16
	-25 bp	18	17	17	17	16
	-	18	18	17	17	17
	+25 bp	18	18	18	17	17
	+50 bp	19	18	18	17	17

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	4	4	4	4	4	5	5	6	6	6
Büyüme (%)		%0,1	%18,2	(%14,3)	%12,0	%11,5	%10,5	%9,5	%8,5	%8,0
Satışların Maliyeti & Faaliyet Giderleri	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	3	2	3	2	2	2	2	3	3	3
FAVÖK Marjı (%)	%71,9	%61,6	%59,8	%49,3	%49,3	%49,3	%49,3	%49,3	%49,3	%49,3
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	3	2	3	2	2	2	2	3	3	3
FVÖK Marjı (%)	%69,4	%60,2	%59,0	%48,3	%48,1	%48,0	%47,9	%48,1	%48,1	%47,9
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				1	2	2	2	2	2	3
NİS Değişimi				0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				2	2	2	2	2	2	2
İskonto Oranı				%23,9	%22,2	%21,6	%20,8	%19,7	%18,7	%18,1
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				0,90	0,73	0,60	0,49	0,41	0,35	0,35
İndirgenmiş Nakit Akımı				1	1	1	1	1	1	8

	m TL
İNA (2020-25)	6
İNA (>2025)	8
Şirket Değeri	14
Net Nakit/ (Borç)	6
Temettü Ödemesi	(3)
Düzeltilmiş Hisse Değeri	17

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Camiş Elektrik Üretim A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

AOSM				
-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
86	85	85	85	84

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Satışlar	54	68	74	92	127	141	156	171	14
Büyüme (%)		%24,8	%9,5	%24,8	%37,1	%11,5	%10,5	%9,5	(%92,0)
Satışların Maliyeti	(49)	(59)	(70)	(83)	(113)	(126)	(139)	(152)	(12)
Brüt Kar	5	9	4	9	14	15	17	19	2
Brüt Kar Marjı (%)	%10,1	%13,2	%4,8	%9,6	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0
Faaliyet Giderleri	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	(0)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(0)	(1)	0	0	0	0	0	0	-
FAVÖK	5	7	2	7	12	13	15	16	1
FAVÖK Marjı (%)	%8,4	%9,9	%3,0	%7,6	%9,4	%9,4	%9,4	%9,4	%9,4
Amortisman (-)	(2)	(2)	(2)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(2)
FVÖK	2	4	1	2	7	8	9	11	(1)
FVÖK Marjı (%)	%4,1	%6,4	%0,8	%1,9	%5,2	%5,6	%6,0	%6,3	(%4,4)
Vergi				(0)	(1)	(2)	(2)	(2)	-
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%0,0
Amortisman (+)				5	5	5	5	5	2
Operasyonel Nakit Akımları				7	11	12	13	14	1
NİS Değişimi				3	0	(0)	(0)	(0)	3
Yatırım Harcamaları				(13)	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımları				(4)	11	11	13	14	4
İskonto Oranı				%21,5	%19,7	%19,2	%18,4	%17,3	%16,2
Kısmi Dönem				1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,07
İskonto Dönemi				0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,57
İndirgeme Faktörü				0,91	0,75	0,63	0,53	0,45	0,41
İndirgenmiş Nakit Akımı				(4)	8	7	7	6	2

	m TL
İNA (2020-25)	26
İNA (>2025)	-
Faaliyet Sonu Makine Ekipman Satış Değeri	17
Şirket Değeri	43
Net Nakit/ (Borç)	42
Düzeltilmiş Hisse Değeri	85

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Madencilik Sanayii ve Tic. A.Ş.

Duyarlılık Analizi (m TL)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	18	17	17	17	16
	-25 bp	18	17	17	17	16
	-	18	17	17	17	16
	+25 bp	18	17	17	17	16
	+50 bp	18	17	17	17	16

m TL	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2080
Satışlar	6	6	8	8	13	20	25	31	34	782
Büyüme (%)		(%0,1)	%32,1	%8,7	%60,6	%51,3	%25,3	%26,0	%8,5	%8,0
Satışların Maliyeti	(4)	(5)	(6)	(7)	(11)	(16)	(20)	(26)	(28)	(639)
Brüt Kar	1	1	1	1	2	4	5	6	6	143
Brüt Kar Marjı (%)	%22,1	%14,7	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2	%18,2
Faaliyet Giderleri	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(51)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	(0)	0	(0)	(0)	(0)	(1)	(2)	(2)	(3)	(39)
FAVÖK	0	1	1	1	2	2	2	3	3	53
FAVÖK Marjı (%)	%7,5	%10,5	%12,9	%9,8	%12,1	%9,8	%9,0	%8,3	%8,3	%6,7
Amortisman (-)				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	0	1	1	1	2	2	2	3	3	53
FVÖK Marjı (%)	%7,5	%10,5	%12,9	%9,8	%12,1	%9,8	%9,0	%8,3	%8,3	%6,7
Vergi				(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)	(11)
Ortalama Vergi Oranı				%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				1	1	2	2	2	2	42
NİS Değişimi				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				1	1	1	2	2	2	41
İskonto Oranı				%21,0	%19,6	%19,1	%18,3	%17,3	%16,3	%15,9
Kısmi Dönem				1,00	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	60,50
İndirgeme Faktörü				0,91	0,76	0,63	0,53	0,45	0,39	0,00
İndirgenmiş Nakit Akımı				0,56	0,91	0,93	0,92	0,90	0,86	0

	m TL
İNA (2020-80)	15
İNA (>2080)	-
Şirket Değeri	15
Net Nakit/ (Borç)	2
Düzeltilmiş Hisse Değeri	17

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Camiş Egypt Mining Ltd. Co.

Duyarlılık Analizi (m \$)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1	1	1	1	1
	-25 bp	1	1	1	1	1
	-	1	1	1	1	1
	+25 bp	1	1	1	1	1
	+50 bp	1	1	1	1	1

m \$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Satışlar	6	5	7	5	3	1	3	3	3	3
Büyüme (%)		(%16,2)	%34,2	(%26,7)	(%45,5)	(%56,4)	%117,3	%2,4	%2,0	%2,0
Satışların Maliyeti	(3)	(3)	(5)	(3)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
Brüt Kar	4	2	2	2	1	0	1	1	1	1
Brüt Kar Marjı (%)	%56,8	%37,0	%33,8	%33,8	%33,8	%33,8	%33,8	%33,8	%33,8	%33,8
Faaliyet Giderleri	(3)	(2)	(2)	(2)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
Diğer Gelir (+) / Gider (-)	0	-	0	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FAVÖK Marjı (%)	%5,1	%2,7	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4
Amortisman (-)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
FVÖK	0	0	0	0	(0)	(0)	0	0	0	0
FVÖK Marjı (%)	%4,5	%1,6	%1,3	%0,9	(%0,5)	(%2,4)	%2,0	%2,0	%1,9	%1,6
Vergi				(0)	-	-	(0)	(0)	(0)	(0)
Ortalama Vergi Oranı				%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5
Amortisman (+)				0	0	0	0	0	0	0
Operasyonel Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
NİS Değişimi				0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Yatırım Harcamaları				(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Serbest Nakit Akımları				0	0	0	0	0	0	0
İskonto Oranı				%9,9	%9,9	%9,8	%9,8	%9,8	%9,8	%9,8
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				0,95	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60	0,60
İndirgenmiş Nakit Akımı				0	0	0	0	0	0	0

	m USD	m TL
İndirgenmiş Nakit Akımları	0	1
Devam Eden Değer	0	2
Şirket Değeri	1	3
Net Nakit/ (Borç)	0	1
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1	4

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları

Rudnik Krechnjaka Vijenac D.O.O.

Duyarlılık Analizi (m BAM)

		AOSM				
		-50 bp	-25 bp	-	+25 bp	+50 bp
UVBO	-50 bp	1	1	1	1	1
	-25 bp	1	1	1	1	1
	-	1	1	1	1	1
	+25 bp	1	1	1	1	1
	+50 bp	1	1	1	1	1
		1	1	1	1	1

m BAM	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Temmettü (%50 Camış Madencilik A.Ş. Payı)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
İskonto Oranı	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
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	0,93	0,81	0,70	0,61	0,53	0,46	0,46
İndirgenmiş Temettü	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6

m BAM m TL

İndirgenmiş Temettü (2020-25)	1	3
İndirgenmiş Temettü (>2025)	1	2
Düzeltilmiş Hisse Değeri	1	5

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

31 Aralık 2019 itibarıyla değerlendirme çalışmasına konu olan tüm şirketlerin Türkiye’de bulunan yatırım amaçlı gayrimenkullerinin toplam ekspertiz değeri 772m TL’dir.

Konsolide Şirket Adı	Solo Şirket Adı	Şirket Kodu	İl	İlçe	Toplam Ekspertiz Değeri (m TL)*
SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fab. A.Ş.	SC	İstanbul	Beykoz	302,4
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	187,5
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	64,7
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	37,2
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	11,9
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	11,7
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	8,9
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	6,4
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	5,6
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	4,8
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	3,9
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	3,2
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	2,6
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	1,9
SISE	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.	CY	Kocaeli	Gebze	0,5
SISE	Cam Elyaf Sanayii A.Ş.	CE	Kocaeli	Gebze	32,4
SISE	Cam Elyaf Sanayii A.Ş.	CE	Kocaeli	Gebze	4,2
SISE	Camış Ambalaj Sanayii A.Ş.	CA	İstanbul	Tuzla	0,2
SISE	Camış Madencilik A.Ş.	MD	Tekirdağ	Saray	0,1
TRKCM	Trakya Cam Sanayii A.Ş.	TR	Kocaeli	Gebze	0,6
ANACM	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	AC	Kocaeli	Gebze	73,7
PASAB	Paşabahçe Cam San. ve Tic. A.Ş.	PB	Adana	Seyhan	7,9
PASAB	Paşabahçe Cam San. ve Tic. A.Ş.	PB	İstanbul	Tuzla	0,2
PASAB	Paşabahçe Cam San. ve Tic. A.Ş.	PB	İstanbul	Fatih	0,1
Toplam - Türkiye					772,4
TRKCM	Richard Fritz Kft	FO	Besigheim - Almanya		27,9
Toplam					800,3

*Çalışma kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkuller için “Harmoni Gayrimenkul ve Danışmanlık A.Ş.” tarafından hesaplanan 31 Aralık 2019 itibarıyla gerçeğe uygun değerler dikkate alınmıştır
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Karşılaştırılabilir Şirketler

Compagnie de Saint-Gobain S.A.

Saint-Gobain, inşaat sektöründe kullanılmak üzere farklı kategorilerde ürünler geliştirmektedir. 1665 yılında kurulmuş olan Saint-Gobain'in merkezi Courbevoie, Fransa'da bulunmaktadır. Şirketin satışlarının %47'sini inşaat malzemeleri dağıtımını oluşturmaktadır.

DÜZCAM

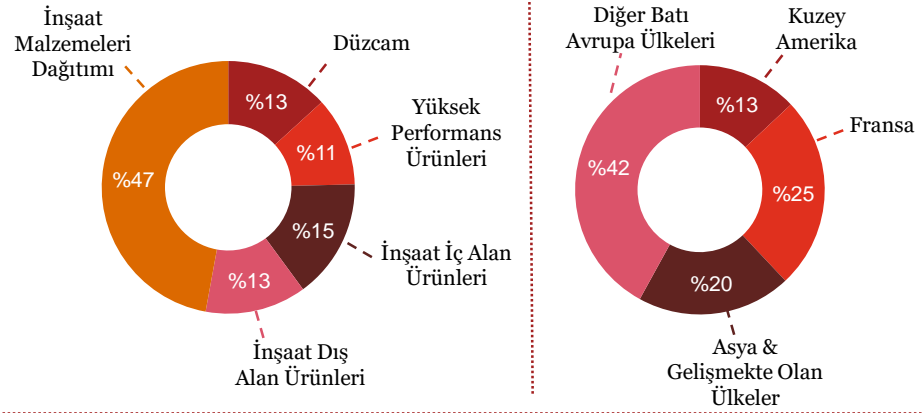
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	49.003	47.829	47.776
Satılan Malın Maliyeti	(36.527)	(35.673)	(35.593)
Brüt Kar	12.476	12.156	12.183
Genel Yönetim Giderleri	(8.976)	(8.628)	(8.561)
Esas Faaliyet Kar	3.500	3.528	3.621
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(330)	(403)	(355)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(693)	(2.019)	(927)
Vergi Öncesi Kar	2.477	1.106	2.340
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(526)	(563)	(708)
Net Kar	1.951	543	1.632
FAVÖK	4.947	5.761	5.087
FAVÖK Marjı (%)	%10,1	%12,0	%10,6

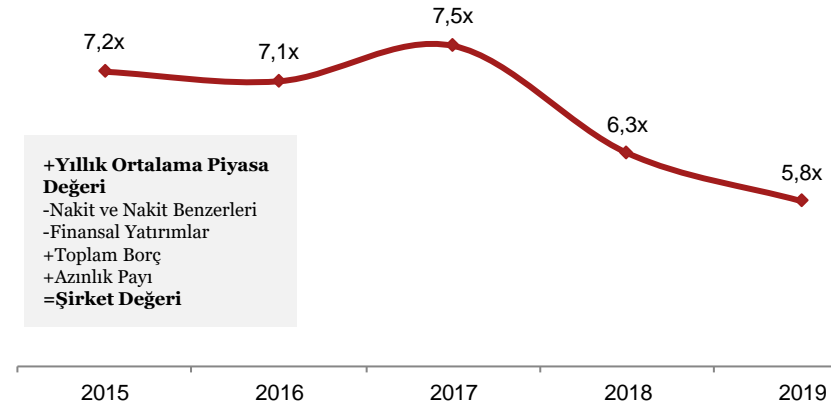
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	19.282	18.797	19.979
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.943	3.078	5.596
Ticari Alacaklar	6.165	5.688	5.401
Diğer Alacaklar	678	856	1.283
Stoklar	7.254	7.158	6.958
Diğer Dönen Varlıklar	1.242	2.016	741
Duran Varlıklar	32.251	31.629	36.113
Uzun Vadeli Yatırımlar	576	2.434	3.473
Maddi Duran Varlıklar	13.917	12.978	16.453
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	15.787	14.300	14.274
Diğer Duran Varlıklar	1.972	1.917	1.912
Aktif Toplam	51.533	50.426	56.091
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14.413	14.345	14.749
Ticari Borçlar	7.237	7.003	6.733
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	624	548	251
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	1.278	1.356	2.711
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.274	5.439	5.053
Uzun Vadeli Yükümlülükler	14.484	15.172	19.145
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	9.192	10.554	14.407
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.292	4.618	4.738
Özkaynaklar	22.637	20.909	22.197
Pasif Toplam	51.533	50.426	56.091

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

AGC Inc.

AGC, inşaattan elektroniğe birçok farklı sektördeki şirketin ürün ve hizmetlerinde kullandıkları cam ihtiyacını karşılamaktadır. Şirket, 1907 yılında kurulmuş olup, merkezi Tokyo, Japonya'da bulunmaktadır. Şirketin satışlarının %48'ini cam, %31'ini ise kimyasallar oluşturmaktadır.

DÜZCAM

Gelir Tablosu

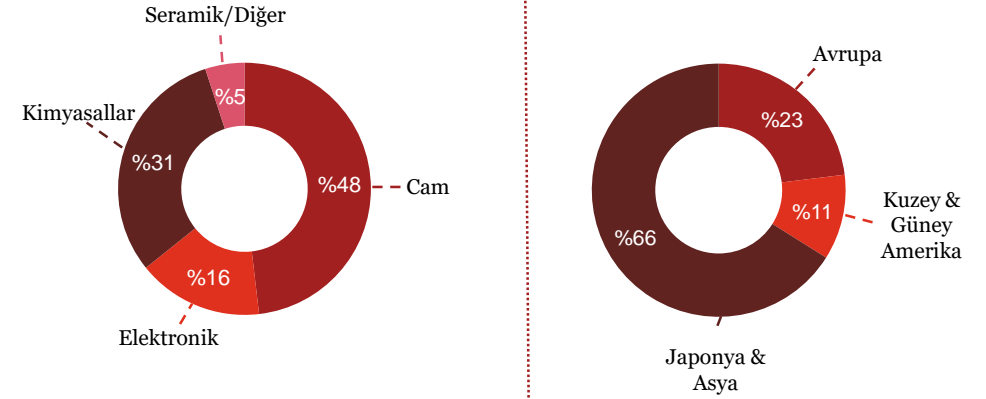
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	12.994	13.881	13.968
Satılan Malın Maliyeti	(9.416)	(10.054)	(10.263)
Brüt Kar	3.577	3.826	3.706
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(2.531)	(2.741)	(2.781)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	27	9	(236)
Esas Faaliyet Karı	1.073	1.094	689
Finansal Gelirler/Giderler (net)	8	20	2
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(66)	56	10
Vergi Öncesi Kar	1.016	1.170	701
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(312)	(241)	(190)
Net Kar	704	930	511
FAVÖK	2.212	2.203	2.008
FAVÖK Marjı (%)	%17,0	%15,9	%14,4

Bilanço

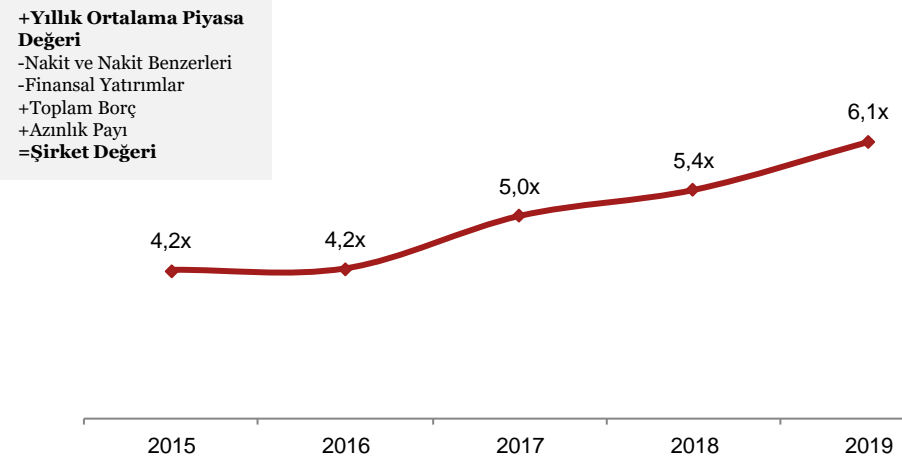
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	6.415	6.683	6.833
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.122	1.126	1.047
Ticari Alacaklar	2.313	2.371	2.430
Diğer Alacaklar	247	247	63
Stoklar	2.324	2.525	2.680
Diğer Dönen Varlıklar	409	414	613
Duran Varlıklar	13.371	13.695	14.656
Uzun Vadeli Yatırımlar	2.535	2.076	2.023
Maddi Duran Varlıklar	9.416	10.107	10.837
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.214	1.328	1.600
Diğer Duran Varlıklar	206	184	196
Aktif Toplam	19.786	20.378	21.490
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.042	4.221	4.440
Ticari Borçlar	1.416	1.427	1.403
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	898	882	2.017
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	565	655	737
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.163	1.256	283
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4.292	4.731	5.248
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	3.123	3.670	4.088
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.168	1.062	1.159
Özkaynaklar	11.452	11.426	11.802
Pasif Toplam	19.786	20.378	21.490

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri
 -Nakit ve Nakit Benzerleri
 -Finansal Yatırımlar
 +Toplam Borç
 +Aznalık Payı
 =**Şirket Değeri**

Fuyao Glass

Fuyao, iştirakleri ile birlikte çeşitli ulaşım araçları için otomotiv camları üretmektedir. Şirket 1987 yılında kurulmuş olup, merkezi Çin'in Fujiyan bölgesinde bulunmaktadır. Şirketin satışlarının %78'ini otomobil camları, %14'ünü düzcamlar oluşturmaktadır.

DÜZCAM

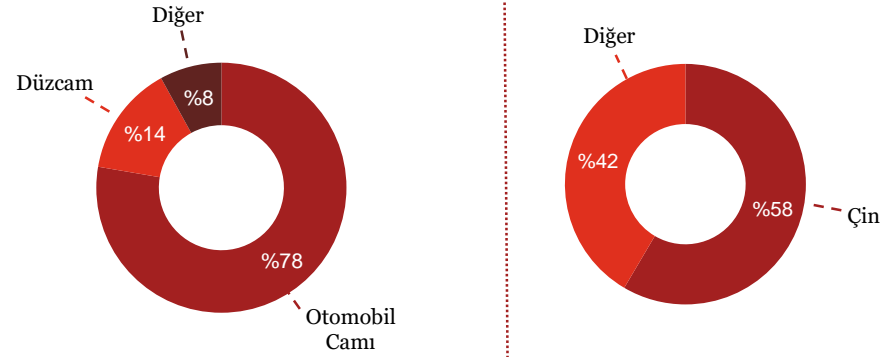
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	2.876	2.941	3.031
Satılan Malın Maliyeti	(1.685)	(1.726)	(1.924)
Brüt Kar	1.191	1.214	1.107
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(434)	(477)	(528)
Araştırma Geliştirme Giderleri	(123)	(129)	(117)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(30)	(30)	27
Esas Faaliyet Karı	603	578	489
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(0)	82	(62)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(37)	62	37
Vergi Öncesi Kar	566	722	464
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(82)	(124)	(48)
Net Kar	484	597	416
FAVÖK	790	785	694
FAVÖK Marjı (%)	%27,5	%26,7	%22,9

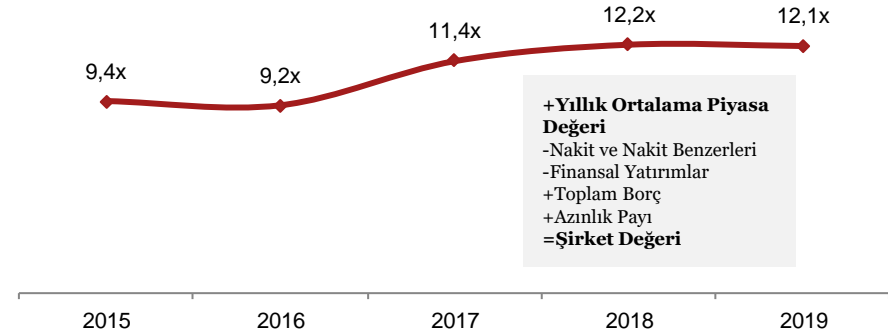
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	2.306	2.265	2.553
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.052	984	1.438
Ticari Alacaklar	713	626	644
Diğer Alacaklar	11	97	-
Stoklar	457	471	471
Diğer Dönen Varlıklar	73	87	1
Duran Varlıklar	2.566	2.749	3.025
Uzun Vadeli Yatırımlar	15	30	29
Maddi Duran Varlıklar	2.231	2.409	2.691
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	180	200	205
Diğer Duran Varlıklar	140	111	100
Aktif Toplam	4.873	5.015	5.578
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.483	1.797	2.124
Ticari Borçlar	369	358	604
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	827	851	1.368
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	1	190	12
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	286	398	139
Uzun Vadeli Yükümlülükler	468	283	384
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	386	181	253
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	83	101	130
Özkaynaklar	2.921	2.936	3.071
Pasif Toplam	4.873	5.015	5.578

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Vitro S.A.B. de C.V.

Vitro, düzcam ve cam ambalaj üretimi alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, düzcam ve cam kaplar olmak üzere iki farklı ürün grubu ile faaliyet göstermektedir. Düzcam segmenti; inşaat ve otomotiv sektörleri için Düzcam ürünleri, karbonat ve sodyum bikarbonat üretimi yapmaktadır. Vitro, 1909 yılında kurulmuştur ve merkezi San Pedro Garza García, Meksika'da bulunmaktadır. Şirketin satışlarının %90'ını Düzcamlar oluşturmaktadır.

DÜZCAM

Gelir Tablosu

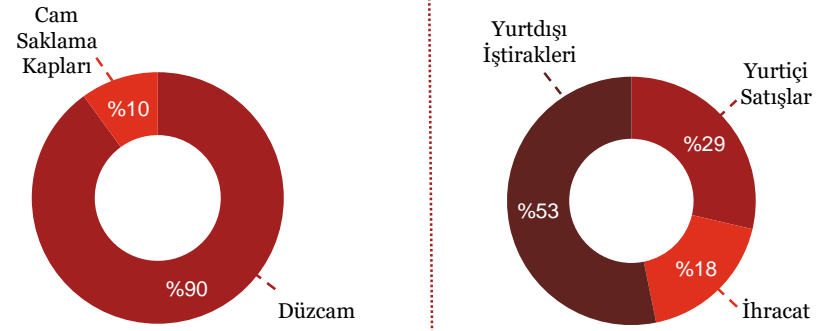
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	2.075	2.238	2.180
Satılan Malın Maliyeti	(1.446)	(1.615)	(1.655)
Brüt Kar	629	624	525
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(351)	(374)	(370)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	32	3	(11)
Esas Faaliyet Karı	310	253	144
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(37)	(37)	(33)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(11)	(8)	(34)
Vergi Öncesi Kar	262	208	77
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(68)	(46)	(13)
Net Kar	194	162	64
FAVÖK	418	370	282
FAVÖK Marjı (%)	%20,2	%16,5	%12,9

Bilanço

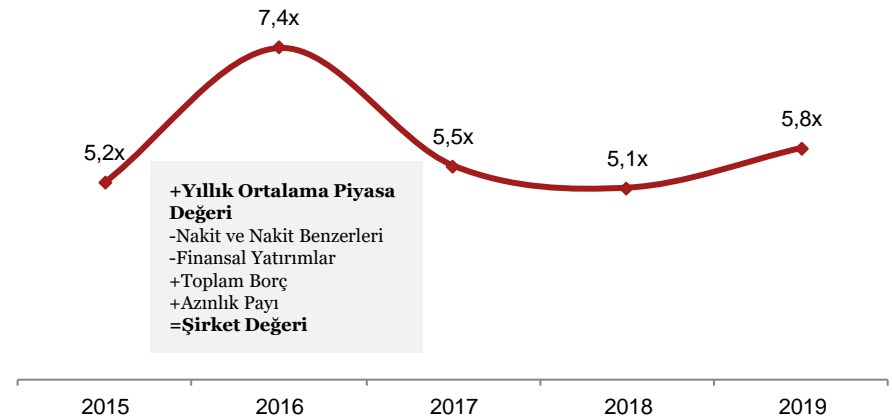
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	887	1.051	944
Nakit ve Nakit Benzerleri	180	291	230
Ticari Alacaklar	295	301	221
Diğer Alacaklar	60	58	70
Stoklar	338	389	420
Diğer Dönen Varlıklar	14	12	3
Duran Varlıklar	1.788	1.719	1.850
Uzun Vadeli Yatırımlar	90	8	15
Maddi Duran Varlıklar	1.173	1.226	1.338
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	348	337	323
Diğer Duran Varlıklar	176	149	174
Aktif Toplam	2.675	2.771	2.794
Kısa Vadeli Yükümlülükler	393	397	418
Ticari Borçlar	231	205	235
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	5	3	16
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	157	189	167
Uzun Vadeli Yükümlülükler	898	905	945
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	685	718	700
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	213	187	245
Özkaynaklar	1.385	1.468	1.430
Pasif Toplam	2.675	2.771	2.794

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Xinyi Glass Holdings Limited

DÜZCAM

Xinyi Glass, ticari ve endüstriyel amaçlı; otomotiv, inşaat ve diğer sektörlerde kullanılan cam ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket; Düzcam, otomobil camı ve mimari camlar olmak üzere üç farklı ürün grubu ile faaliyet göstermektedir. Xinyi Glass, 1988 yılında kurulmuştur ve genel müdürlüğü Kwun Tong, Hong Kong'ta bulunmaktadır. Şirketin satışlarının %53'ünü Düzcam, %26'sını otomobil camı oluşturmaktadır.

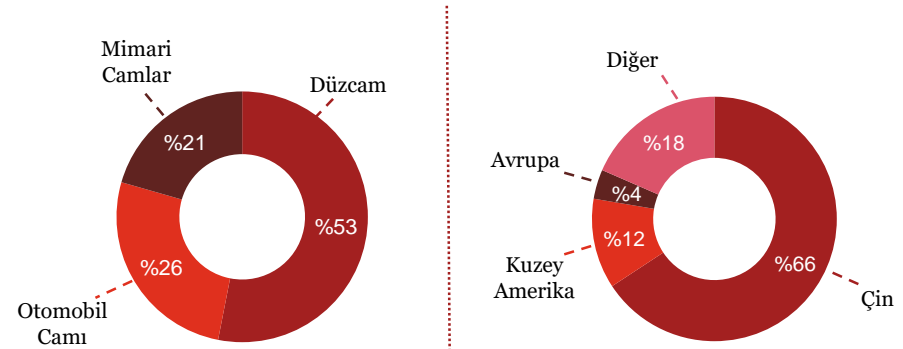
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	1.885	2.045	2.087
Satılan Malın Maliyeti	(1.188)	(1.295)	(1.332)
Brüt Kar	697	750	755
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(262)	(307)	(338)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	46	56	168
Esas Faaliyet Karı	481	498	585
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(14)	(18)	(23)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	134	154	82
Vergi Öncesi Kar	601	635	644
Dönem Kar Vergi Karşılıkları	(87)	(92)	(68)
Net Kar	514	542	576
FAVÖK	589	616	703
FAVÖK Marjı (%)	%31,3	%30,1	%33,7

Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	1.015	1.175	1.323
Nakit ve Nakit Benzerleri	398	603	654
Ticari Alacaklar	285	207	220
Diğer Alacaklar	7	5	4
Stoklar	217	224	262
Diğer Dönen Varlıklar	109	137	182
Duran Varlıklar	2.863	2.998	3.331
Uzun Vadeli Yatırımlar	565	603	720
Maddi Duran Varlıklar	1.655	1.670	2.285
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9	9	8
Diğer Duran Varlıklar	635	717	319
Aktif Toplam	3.879	4.173	4.654
Kısa Vadeli Yükümlülükler	660	843	1.081
Ticari Borçlar	131	163	198
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	26	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	265	370	573
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	265	285	310
Uzun Vadeli Yükümlülükler	876	942	887
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	819	878	816
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	57	64	71
Özkaynaklar	2.343	2.388	2.687
Pasif Toplam	3.879	4.173	4.654

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

CSG Holding Co. Ltd.

CSG Holding Co., Ltd. 1984 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Shenzhen bölgesinde bulunmaktadır. En çok cam üretimi ve satışı yapılan segmentler; cam, güneş enerjisi, elektronik cam ve ekran segmentleridir.

DÜZCAM

Gelir Tablosu

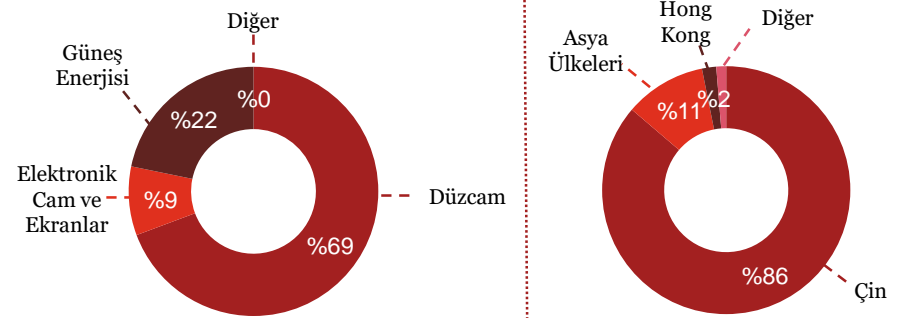
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	1.672	1.543	1.416
Satılan Malın Maliyeti	(1.263)	(1.181)	(1.067)
Brüt Kar	409	362	348
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(143)	(158)	(141)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(51)	(49)	(46)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(19)	(20)	(24)
Esas Faaliyet Karı	196	134	137
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(46)	(49)	(42)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	3	(6)	(5)
Vergi Öncesi Kar	153	79	90
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(26)	(11)	(13)
Net Kar	127	69	77
FAVÖK	350	282	281
FAVÖK Marjı (%)	%20,9	%18,3	%19,8

Bilanço

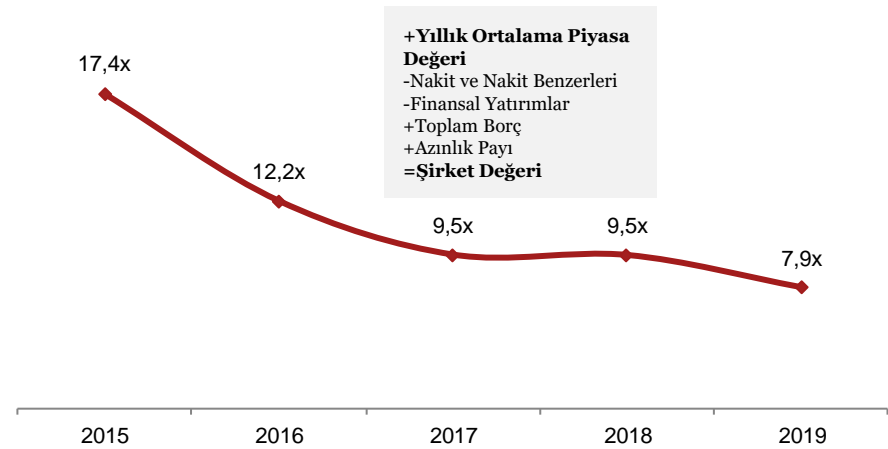
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	759	717	657
Nakit ve Nakit Benzerleri	379	324	261
Ticari Alacaklar	183	191	178
Diğer Alacaklar	26	68	29
Stoklar	105	87	114
Diğer Dönen Varlıklar	66	46	76
Duran Varlıklar	2.244	2.063	1.920
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.992	1.816	1.677
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	223	206	198
Diğer Duran Varlıklar	29	40	45
Aktif Toplam	3.002	2.779	2.577
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.146	901	936
Ticari Borçlar	157	125	171
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	569	425	400
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısımı	139	119	234
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	281	231	130
Uzun Vadeli Yükümlülükler	507	504	255
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	417	414	178
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	90	91	77
Özkaynaklar	1.349	1.374	1.387
Pasif Toplam	3.002	2.779	2.577

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Zhuzhou Kibing Group Co. Ltd

Zhuzhou Kibing cam ürünleri üretmekte ve satmaktadır. 1988 yılından beri faaliyetlerine devam eden Zhuzhou Kibing'in merkezi Shenzhen, Çin'de bulunmaktadır. Şirketin satışlarının %89'unu cam üretimi ve işleme faaliyetleri oluşturmaktadır.

DÜZCAM

Gelir Tablosu

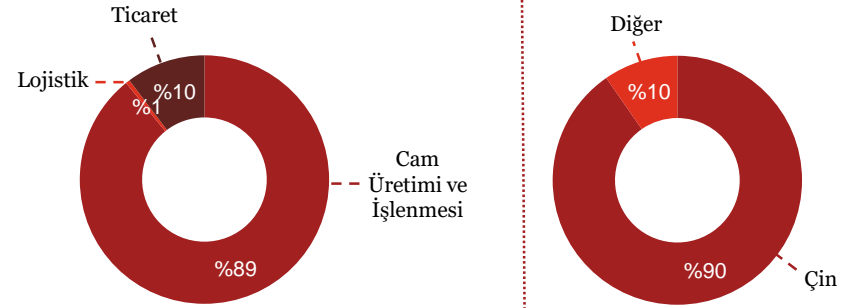
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	1.166	1.218	1.238
Satılan Malın Maliyeti	(792)	(868)	(900)
Brüt Kar	373	350	338
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(90)	(90)	(75)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(39)	(45)	(54)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(22)	(17)	(25)
Esas Faaliyet Karı	222	198	183
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(21)	(11)	(17)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	6	9	18
Vergi Öncesi Kar	208	196	185
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(32)	(20)	(20)
Net Kar	175	176	164
FAVÖK	345	324	312
FAVÖK Marjı (%)	%29,6	%26,6	%25,2

Bilanço

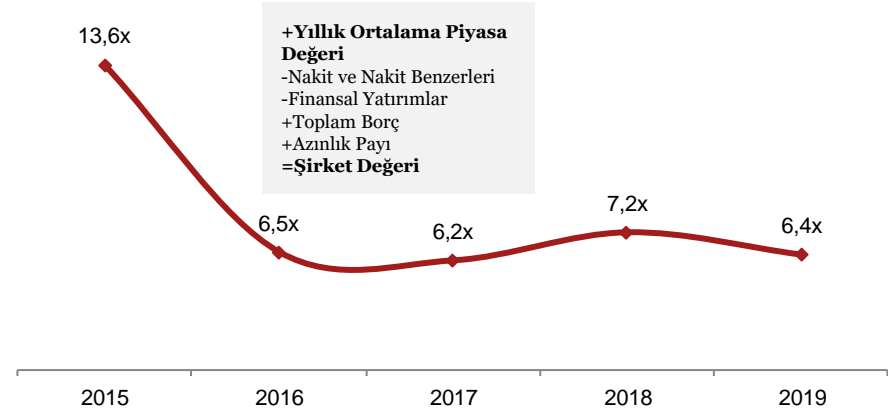
*Son 12 ay Eylül

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	323	303	343
Nakit ve Nakit Benzerleri	105	63	37
Ticari Alacaklar	13	20	29
Diğer Alacaklar	21	21	3
Stoklar	180	192	149
Diğer Dönen Varlıklar	4	8	125
Duran Varlıklar	1.632	1.564	1.494
Uzun Vadeli Yatırımlar	9	5	5
Maddi Duran Varlıklar	1.383	1.338	1.277
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	130	120	118
Diğer Duran Varlıklar	110	100	93
Aktif Toplam	1.954	1.867	1.836
Kısa Vadeli Yükümlülükler	306	377	478
Ticari Borçlar	100	123	137
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	43	71	162
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	6	67	107
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	157	116	72
Uzun Vadeli Yükümlülükler	561	389	268
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	294	216	181
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	266	173	87
Özkaynaklar	1.088	1.101	1.090
Pasif Toplam	1.954	1.867	1.836

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Owens-Illinois, Inc.

Owens-Illinois Inc, iştirakleri aracılığıyla Amerika, Avrupa ve Asya Pasifik'te yer alan yiyecek ve içecek üreticilerine cam ambalajlar üretmekte ve satmaktadır. Şirket; bira, aromalı malt içecekleri, alkollü içecekler, şarap, alkolsüz içecekler, çay ve eczacılık ürünleri için cam ambalaj üretimi yapmaktadır. Şirketin satışlarının %67'sini alkollü içecek şişeleri, %19'unu yiyecek ve diğer ambalajlar oluşturmaktadır.

CAM AMBALAJ

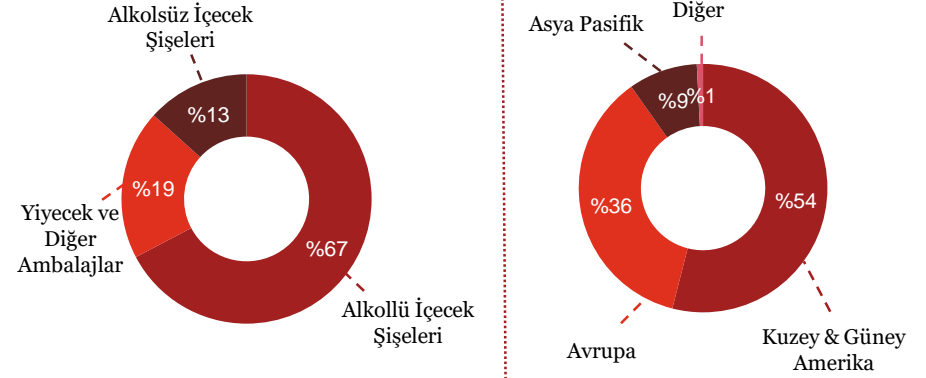
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	6.869	6.877	6.691
Satılan Malın Maliyeti	(5.536)	(5.589)	(5.482)
Brüt Kar	1.333	1.288	1.209
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(702)	(557)	(463)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(60)	(70)	(68)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(23)	(1)	(86)
Esas Faaliyet Karı	548	661	592
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(250)	(250)	(246)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(26)	(32)	(610)
Vergi Öncesi Kar	272	379	(264)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(70)	(96)	(118)
Net Kar	202	283	(382)
FAVÖK	976	1.090	1.054
FAVÖK Marjı (%)	%14,2	%15,8	%15,8

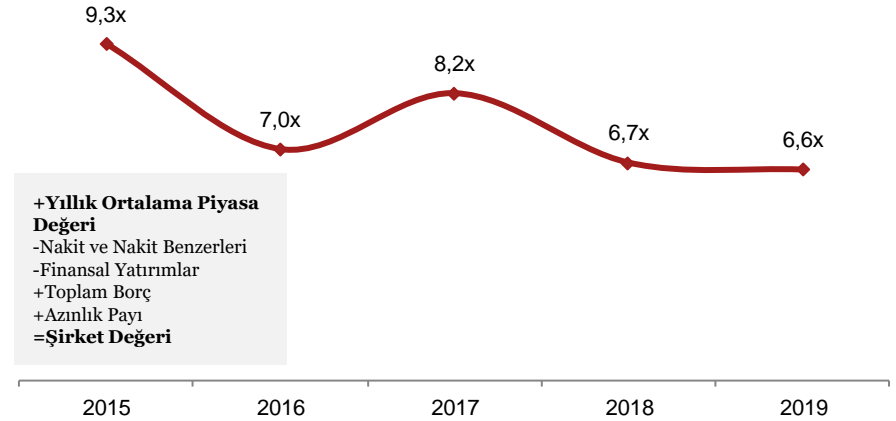
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	2.420	2.357	2.488
Nakit ve Nakit Benzerleri	492	512	551
Ticari Alacaklar	663	549	621
Diğer Alacaklar	-	-	-
Stoklar	1.036	1.018	1.045
Diğer Dönen Varlıklar	229	278	271
Duran Varlıklar	7.336	7.342	7.122
Uzun Vadeli Yatırımlar	525	698	694
Maddi Duran Varlıklar	3.131	3.085	3.476
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.111	2.992	2.379
Diğer Duran Varlıklar	569	567	573
Aktif Toplam	9.756	9.699	9.610
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.280	2.207	1.995
Ticari Borçlar	1.324	1.321	1.276
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	151	127	75
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	11	33	114
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	794	726	530
Uzun Vadeli Yükümlülükler	6.549	6.592	7.051
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	5.121	5.181	5.573
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.428	1.411	1.478
Özkaynaklar	927	900	564
Pasif Toplam	9.756	9.699	9.610

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Ardagh Group S.A.

Ardagh Group, yiyecek ve içecek pazarları için sert ambalaj çözümleri üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirket, metal ambalaj ve cam ambalaj segmentleri ile faaliyet göstermektedir. Cam ve metal ambalaj segmentlerinin şirketin toplam satışlarındaki payları birbirine eşittir.

CAM AMBALAJ

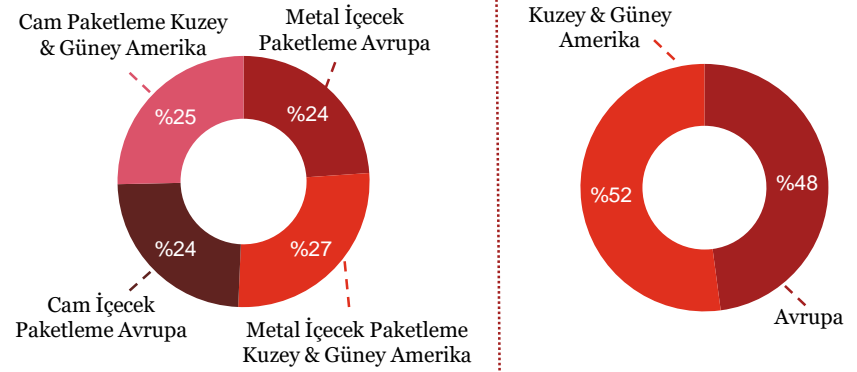
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	6.390	6.676	6.660
Satılan Malın Maliyeti	(5.309)	(5.623)	(5.610)
Brüt Kar	1.081	1.053	1.050
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(304)	(316)	(329)
Şerefiye ve Maddi Olmayan Varlık Amortismanı	(237)	(237)	(233)
Esas Faaliyet Karı	540	500	488
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(441)	(443)	(407)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(113)	(133)	1.421
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	77	(18)	(44)
Net Kar	63	(94)	1.458
FAVÖK	1.123	1.099	1.155
FAVÖK Marjı (%)	%17,6	%16,5	%17,3

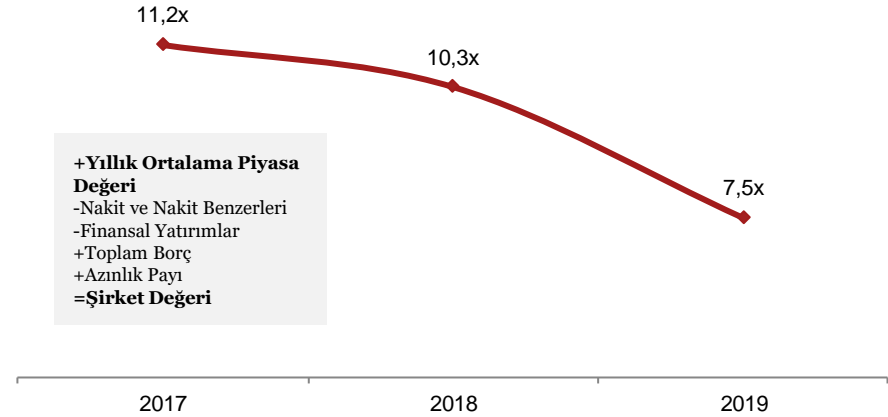
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	3.427	3.036	2.466
Nakit ve Nakit Benzerleri	784	530	617
Ticari Alacaklar	1.015	983	667
Diğer Alacaklar	259	230	218
Stoklar	1.353	1.284	964
Diğer Dönen Varlıklar	16	9	-
Duran Varlıklar	7.725	7.278	6.212
Uzun Vadeli Yatırımlar	10	-	381
Maddi Duran Varlıklar	3.368	3.388	2.677
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.104	3.601	2.884
Diğer Duran Varlıklar	243	289	270
Aktif Toplam	11.152	10.314	8.678
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.295	2.417	1.945
Ticari Borçlar	1.469	1.517	1.166
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	2	118	95
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	824	782	684
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.231	9.406	6.948
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	8.306	7.761	5.815
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.925	1.645	1.133
Özkaynaklar	(1.374)	(1.509)	(215)
Pasif Toplam	11.152	10.314	8.678

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri
-Nakit ve Nakit Benzerleri
-Finansal Yatırımlar
+Toplam Borç
+Azınlık Payı
=Şirket Değeri

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Verallia Soci t  Anonyme

Verallia Soci t  Anonyme 1827 yılında kurulmuştur ve merkezi Fransa'nın Courbevoie bölgesindedir. Şirket, içecek ve gıda endüstrileri için cam ambalaj ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket; gazsız ve köpüklü şaraplar, alkollü içkiler, gıda ürünleri, biralara ve alkolsüz içecekler segmentlerinde faaliyet göstermektedir.

CAM AMBALAJ

Gelir Tablosu

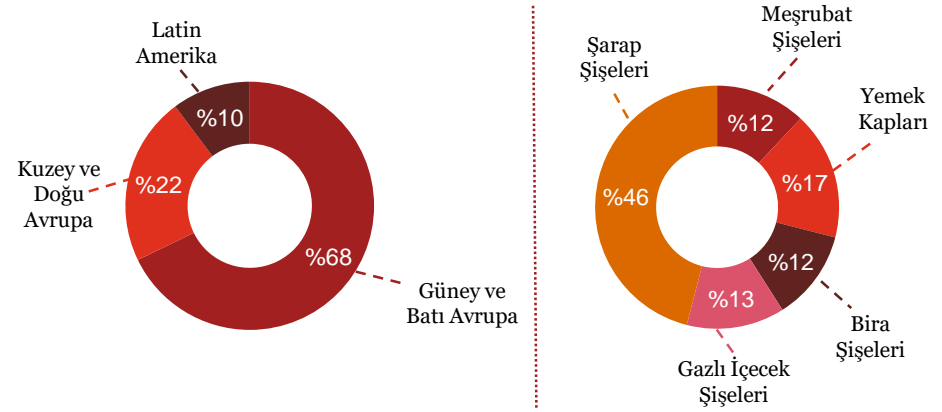
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	2.877	2.766	2.902
Satılan Malın Maliyeti	(2.380)	(2.259)	(2.293)
Brüt Kar	497	507	609
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(176)	(168)	(192)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(1)	15	(19)
Esas Faaliyet Kar	320	354	398
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(155)	(124)	(130)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(132)	(147)	(68)
Vergi �ncesi Kar	33	83	200
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(18)	(28)	(60)
Net Kar	15	56	140
FAVÖK	708	695	716
FAVÖK Marjı (%)	%24,6	%25,1	%24,7

Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	1.111	1.083	981
Nakit ve Nakit Benzerleri	264	300	246
Ticari Alacaklar	165	137	201
Diğer Alacaklar	69	51	24
Stoklar	560	547	511
Diğer Dönen Varlıklar	54	48	-
Duran Varlıklar	2.978	2.749	2.727
Uzun Vadeli Yatırımlar	10	3	1
Maddi Duran Varlıklar	1.451	1.373	1.458
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.423	1.272	1.178
Diğer Duran Varlıklar	93	100	90
Aktif Toplam	4.089	3.833	3.708
Kısa Vadeli Yükümlülükler	878	910	1.075
Ticari Borçlar	508	468	430
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	35	107	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	44	14	254
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	290	322	391
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.183	2.865	2.162
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	2.709	2.449	1.778
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	473	415	385
�zkaynaklar	28	58	471
Pasif Toplam	4.089	3.833	3.708

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların  r n Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değışimi (x)

+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri

-Nakit ve Nakit Benzerleri
-Finansal Yatırımlar
+Toplam Borç
+Azınlık Payı
=Şirket Değeri

7,8x

2019

Şirket hisseleri Ekim 2019'da halka arz edilmiştir. Dolayısıyla, piyasa yaklaşımı kapsamında dikkate alınabilecek çarpan sadece 2019 yılı için hesaplanabilmektedir. Verallia Soci t  Anonyme, ANACM varlık betası analizinde dikkate alınmamıştır.

Gerresheimer AG

Gerresheimer, ilaç ve sağlık sektörü için özel cam ve plastik ürünler üretmektedir. Şirket; plastik ve cihazlar, birincil ambalaj camı ve gelişmiş teknolojiler olmak üzere üç segmentte faaliyet göstermektedir.

CAM AMBALAJ

Gelir Tablosu

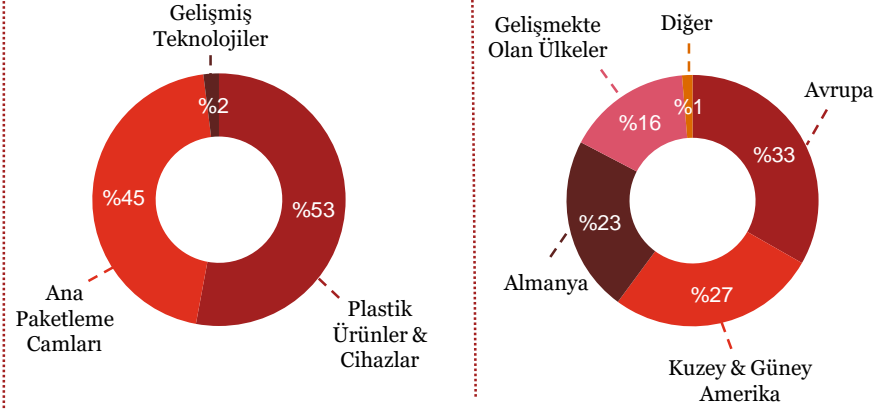
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	1.606	1.549	1.534
Satılan Malın Maliyeti	(1.113)	(1.096)	(1.106)
Brüt Kar	493	453	428
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(308)	(294)	(301)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	24	1	0
Esas Faaliyet Karı	208	160	127
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(33)	(31)	(24)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(2)	(8)	6
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(51)	27	(17)
Net Kar	123	148	91
FAVÖK	357	312	293
FAVÖK Marjı (%)	%22,2	%20,2	%19,1

Bilanço

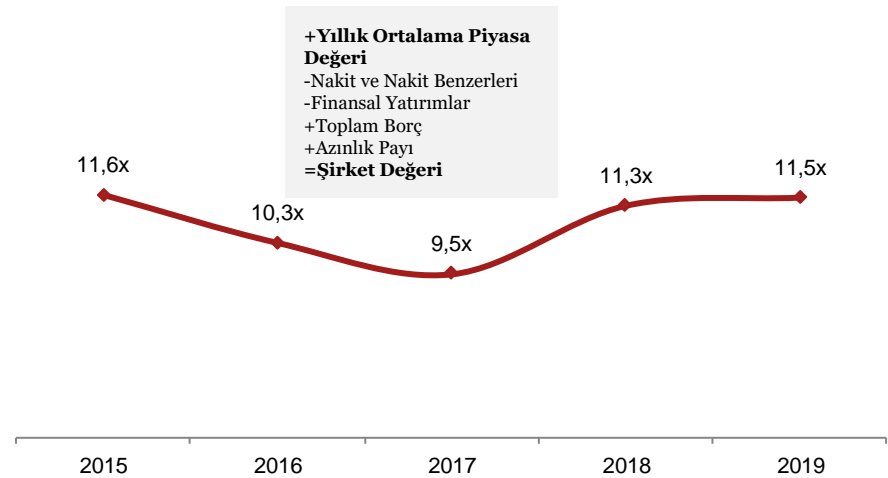
(m \$)	30.11.2017	30.11.2018	30.11.2019
Dönen Varlıklar	852	647	600
Nakit ve Nakit Benzerleri	350	98	104
Ticari Alacaklar	289	310	253
Diğer Alacaklar	30	39	34
Stoklar	177	194	204
Diğer Dönen Varlıklar	5	7	6
Duran Varlıklar	2.059	2.445	2.310
Uzun Vadeli Yatırımlar	1	1	4
Maddi Duran Varlıklar	616	577	589
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.304	1.676	1.473
Diğer Duran Varlıklar	139	191	244
Aktif Toplam	2.911	3.092	2.910
Kısa Vadeli Yükümlülükler	802	870	981
Ticari Borçlar	210	235	244
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	377	325	581
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	215	310	156
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.169	1.214	891
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	811	767	548
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	357	447	344
Özkaynaklar	940	1.008	1.037
Pasif Toplam	2.911	3.092	2.910

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Vidrala S.A.

Vidrala; cam kaplar, ambalajlar ve şişeler üretmektedir. Şirket, 1965 yılında kurulmuştur ve merkezi Llodio, İspanya'da bulunmaktadır.

CAM AMBALAJ

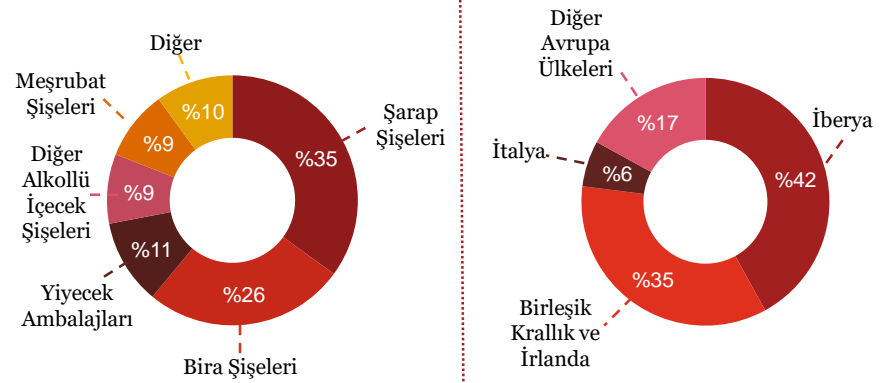
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	992	1.107	1.134
Satılan Malın Maliyeti	(332)	(373)	(400)
Brüt Kar	659	734	735
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(210)	(218)	(222)
Şerefiye ve Maddi Olmayan Varlık Amortismanı	(92)	(101)	(102)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(219)	(247)	(209)
Esas Faaliyet Karı	138	168	202
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(6)	(8)	(5)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(0)	0	(10)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(25)	(28)	(25)
Net Kar	107	133	161
FAVÖK	229	268	302
FAVÖK Marjı (%)	%23,1	%24,2	%26,6

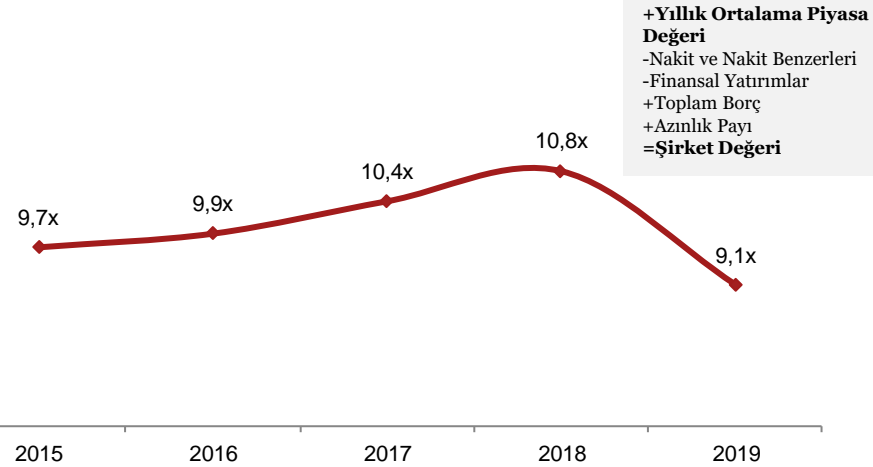
Bilanço

(m \$)	31.12.201	31.12.201	31.12.201
Dönen Varlıklar	542	514	549
Nakit ve Nakit Benzerleri	50	26	32
Ticari Alacaklar	238	248	275
Diğer Alacaklar	21	18	16
Stoklar	228	212	218
Diğer Dönen Varlıklar	4	10	6
Duran Varlıklar	1.145	1.097	1.087
Uzun Vadeli Yatırımlar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	820	783	779
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	279	268	266
Diğer Duran Varlıklar	45	46	42
Aktif Toplam	1.687	1.611	1.636
Kısa Vadeli Yükümlülükler	349	345	453
Ticari Borçlar	202	188	205
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısımı	50	45	148
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	97	113	99
Uzun Vadeli Yükümlülükler	704	567	372
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	589	452	260
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	115	115	112
Özkaynaklar	634	698	812
Pasif Toplam	1.687	1.611	1.636

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Vetropack Holding AG

Vetropack Holding, iştirakleriyle birlikte İsviçre, Avusturya, Çek Cumhuriyeti, Hırvatistan, Slovakya, Ukrayna ve İtalya'da cam ambalaj ürünleri üretmektedir. Şirket; gıda, içecek, ilaç ve kozmetik endüstrilerinin yanı sıra perakende ticaret sektörüne de hizmet vermektedir.

CAM AMBALAJ

Gelir Tablosu

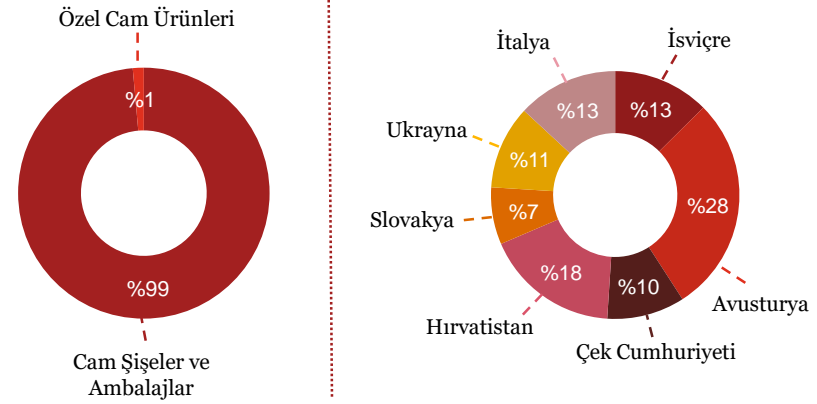
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	652	708	745
Satılan Malın Maliyeti	(235)	(246)	(249)
Brüt Kar	418	462	496
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(154)	(163)	(175)
Amortisman	(69)	(74)	(79)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(128)	(146)	(148)
Esas Faaliyet Karı	66	80	93
Finansal Gelirler/Giderler (net)	0	0	1
Diğer Gelirler/Giderler (net)	8	(5)	(3)
Vergi Öncesi Kar	74	75	91
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(15)	(14)	(15)
Net Kar	59	61	76
FAVÖK	130	151	171
FAVÖK Marjı (%)	%19,9	%21,4	%22,9

Bilanço

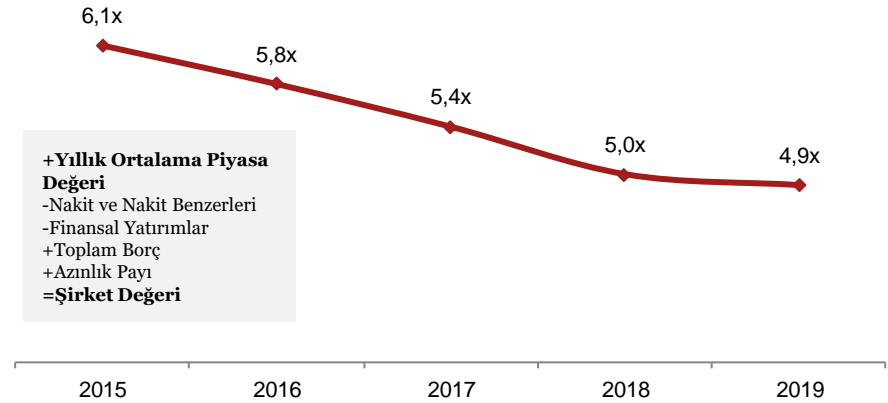
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	419	406	377
Nakit ve Nakit Benzerleri	148	134	104
Ticari Alacaklar	120	128	119
Diğer Alacaklar	13	13	9
Stoklar	134	128	141
Diğer Dönen Varlıklar	3	2	3
Duran Varlıklar	538	557	603
Uzun Vadeli Yatırımlar	2	3	3
Maddi Duran Varlıklar	498	513	533
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8	6	7
Diğer Duran Varlıklar	30	35	61
Aktif Toplam	957	963	980
Kısa Vadeli Yükümlülükler	141	190	142
Ticari Borçlar	80	89	90
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	13	55	0
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	48	47	52
Uzun Vadeli Yükümlülükler	109	49	61
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	66	9	22
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	44	41	39
Özkaynaklar	706	723	777
Pasif Toplam	957	963	980

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Verallia Deutschland AG

Verallia Deutschland, Avrupa'daki içecek ve gıda üreticileri için cam şişeler ve kavanozlar üretmekte ve satmaktadır. Şirket, 1946 yılında kurulmuştur ve merkezi Bad Wurzach, Almanya'da bulunmaktadır.

CAM AMBALAJ

Gelir Tablosu

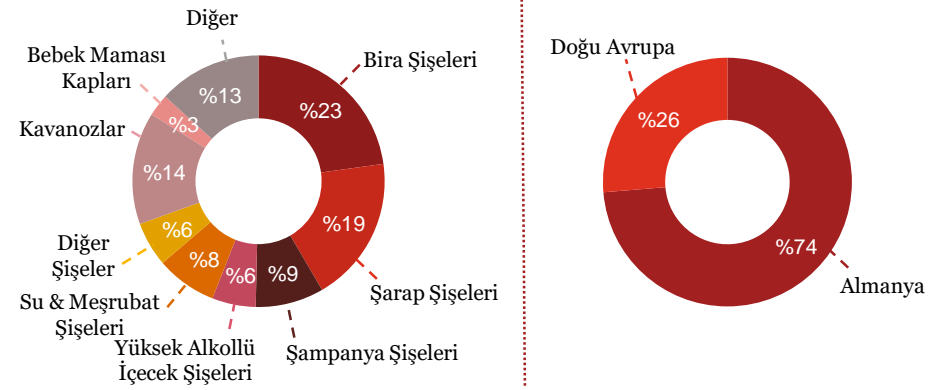
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	605	599	640
Satılan Malın Maliyeti	(508)	(489)	(518)
Brüt Kar	98	109	122
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(30)	(27)	(29)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(0)	(0)	(0)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(4)	(8)	(8)
Esas Faaliyet Karı	64	75	85
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(11)	(11)	(10)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(9)	(5)	(2)
Vergi Öncesi Kar	44	60	73
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(14)	(16)	(16)
Net Kar	30	43	57
FAVÖK	113	119	131
FAVÖK Marjı (%)	%18,7	%19,9	%20,5

Bilanço

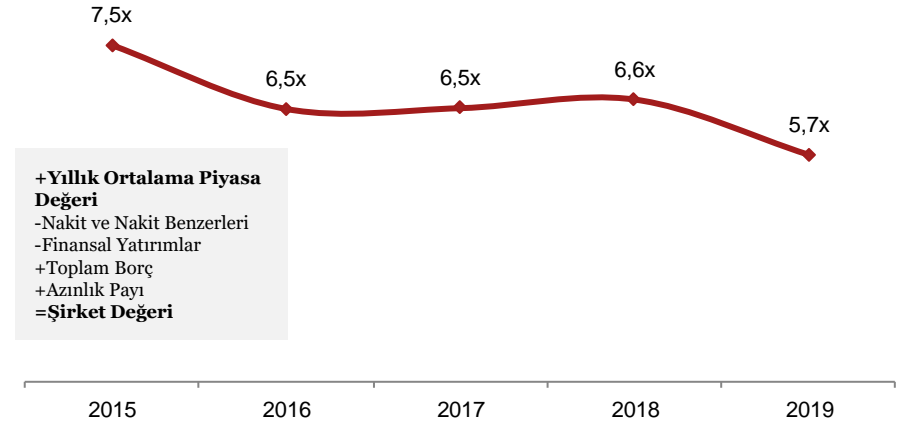
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	216	221	230
Nakit ve Nakit Benzerleri	68	88	102
Ticari Alacaklar	36	34	36
Diğer Alacaklar	6	5	6
Stoklar	107	94	86
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	-
Duran Varlıklar	308	281	290
Uzun Vadeli Yatırımlar	2	2	2
Maddi Duran Varlıklar	299	273	279
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	5	5
Diğer Duran Varlıklar	2	2	4
Aktif Toplam	524	503	521
Kısa Vadeli Yükümlülükler	169	180	213
Ticari Borçlar	104	90	77
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	7	5	103
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	58	85	33
Uzun Vadeli Yükümlülükler	290	277	281
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	265	256	266
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	25	21	15
Özkaynaklar	66	46	27
Pasif Toplam	524	503	521

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Cristalerias de Chile S.A.

Cristalerías de Chile, şarap şisesi ve cam ambalajlar üretmektedir. Şirket; bira, likör, yiyecek, yağ ve alkolsüz içecek segmentlerinde ürünler sunmaktadır. Cristalerias de Chile, 1904 yılında kurulmuştur ve merkezi Padre Hurtado, Şili'de bulunmaktadır.

CAM AMBALAJ

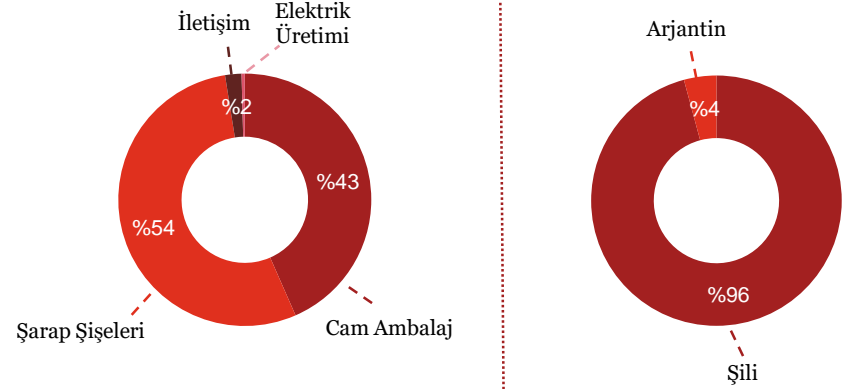
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	472	438	392
Satılan Malın Maliyeti	(301)	(284)	(256)
Brüt Kar	171	154	136
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(104)	(97)	(88)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	3	2	1
Esas Faaliyet Karı	70	59	49
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(6)	(6)	(6)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	8	7	(3)
Vergi Öncesi Kar	72	60	41
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(16)	(15)	(11)
Net Kar	56	45	30
FAVÖK	99	86	74
FAVÖK Marjı (%)	%21,0	%19,7	%18,9

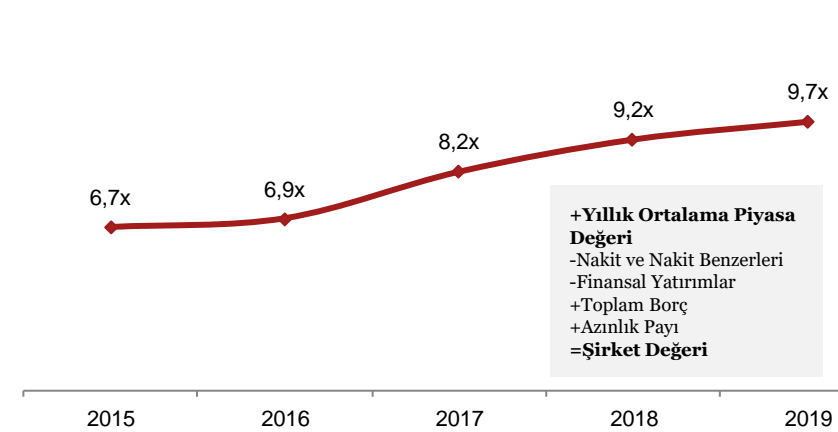
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	377	329	326
Nakit ve Nakit Benzerleri	56	19	39
Ticari Alacaklar	150	149	125
Diğer Alacaklar	15	13	14
Stoklar	134	131	122
Diğer Dönen Varlıklar	22	17	26
Duran Varlıklar	464	487	532
Uzun Vadeli Yatırımlar	54	63	63
Maddi Duran Varlıklar	381	394	440
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	17	15
Diğer Duran Varlıklar	9	14	14
Aktif Toplam	841	816	857
Kısa Vadeli Yükümlülükler	107	127	120
Ticari Borçlar	55	64	61
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	17	30	39
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	35	33	20
Uzun Vadeli Yükümlülükler	214	192	260
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	151	132	202
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	63	61	58
Özkaynaklar	520	497	477
Pasif Toplam	841	816	857

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

BG Container Glass Public Company Limited

BG Container Glass, iştirakleriyle birlikte cam ambalaj ürünleri üretmektedir. Şirket, 2016 yılında kurulmuştur ve merkezi Tayland, Thanyaburi'de bulunmaktadır.

CAM AMBALAJ

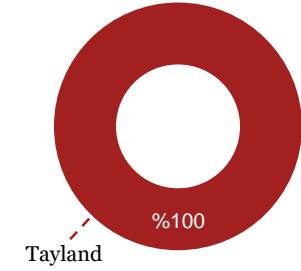
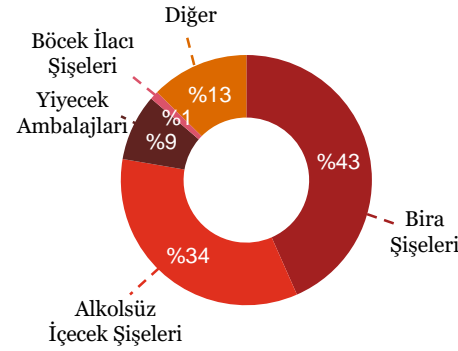
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	344	325	380
Satılan Malın Maliyeti	(297)	(269)	(320)
Brüt Kar	47	56	60
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(33)	(30)	(33)
Esas Faaliyet Karı	15	26	27
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(6)	(6)	(6)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(1)	(2)	(1)
Vergi Öncesi Kar	8	19	20
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(0)	(3)	(2)
Net Kar	8	16	18
FAVÖK	57	67	74
FAVÖK Marj (%)	%16,5	%20,6	%19,4

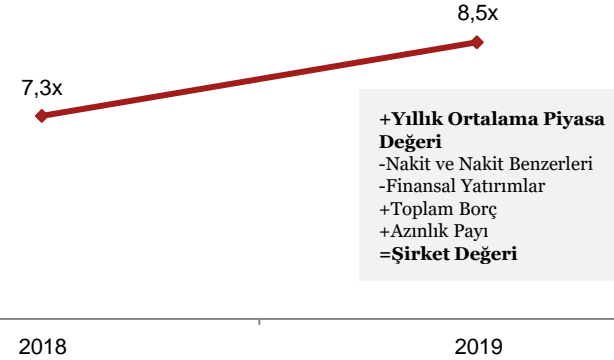
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	116	117	125
Nakit ve Nakit Benzerleri	3	4	9
Ticari Alacaklar	41	41	45
Diğer Alacaklar	9	3	7
Stoklar	61	65	62
Diğer Dönen Varlıklar	2	2	3
Duran Varlıklar	282	339	459
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	4
Maddi Duran Varlıklar	276	336	433
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	1
Diğer Duran Varlıklar	6	3	21
Aktif Toplam	398	456	584
Kısa Vadeli Yükümlülükler	236	221	219
Ticari Borçlar	30	24	32
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	161	156	137
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	38	30	37
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7	10	13
Uzun Vadeli Yükümlülükler	69	75	176
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	54	61	155
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	15	15	21
Özkaynaklar	93	160	189
Pasif Toplam	398	456	584

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Zignago Vetro S.p.A.

Zignago Vetro, iştirakleriyle birlikte yiyecek, içecek, kozmetik, parfümeri ve özel cam sektörleri için cam ambalajlar ürünleri üretmektedir. Ek olarak, geri dönüştürülmüş camın işlenmesi ve satışına ilişkin cam geri dönüşüm faaliyetlerinde de bulunmaktadır. Şirketin merkezi, Fossalta di Portogruaro, İtalya'dadır.

CAM AMBALAJ

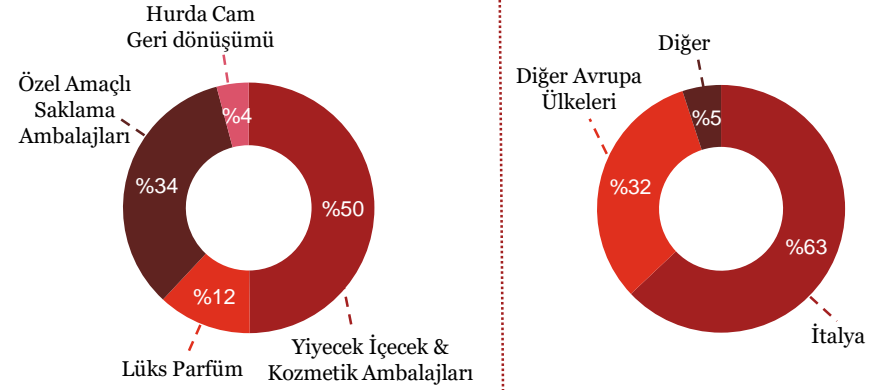
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	314	332	363
Satılan Malın Maliyeti	(160)	(169)	(186)
Brüt Kar	153	163	178
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(77)	(77)	(81)
Amortisman	(37)	(36)	(45)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	2	(1)	(0)
Esas Faaliyet Karı	42	49	52
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(3)	(3)	(2)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	18	16	21
Vergi Öncesi Kar	57	62	70
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(9)	(11)	(11)
Net Kar	48	50	60
FAVÖK	79	84	97
FAVÖK Marjı (%)	%25,0	%25,4	%26,6

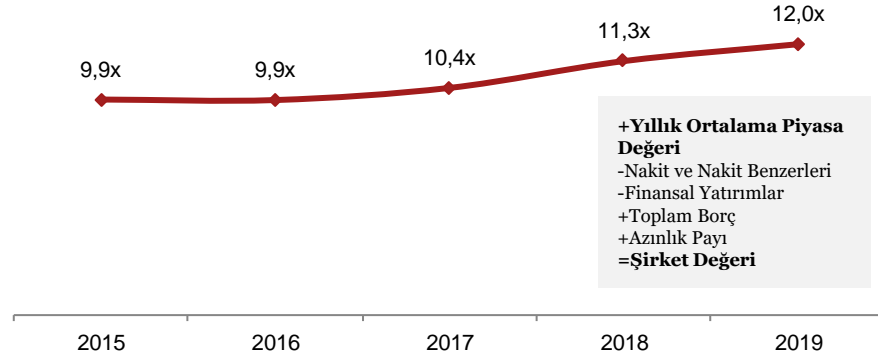
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	232	226	261
Nakit ve Nakit Benzerleri	38	37	50
Ticari Alacaklar	81	74	88
Diğer Alacaklar	21	23	6
Stoklar	92	91	101
Diğer Dönen Varlıklar	1	1	17
Duran Varlıklar	312	358	377
Uzun Vadeli Yatırımlar	84	86	94
Maddi Duran Varlıklar	220	263	272
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4	3	6
Diğer Duran Varlıklar	5	6	5
Aktif Toplam	544	584	638
Kısa Vadeli Yükümlülükler	164	204	236
Ticari Borçlar	68	83	67
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	34	47	144
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	39	47	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	23	27	25
Uzun Vadeli Yükümlülükler	168	150	153
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	150	135	139
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	18	15	14
Özkaynaklar	213	229	249
Pasif Toplam	544	584	638

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Libbey Inc.

Libbey, sofrta takımı ve diğer mutfak ürünleri üretmektedir. Şirket, 1818 yılında kurulmuştur ve merkezi Ohio, ABD'dedir.

CAM EV EŞYASI

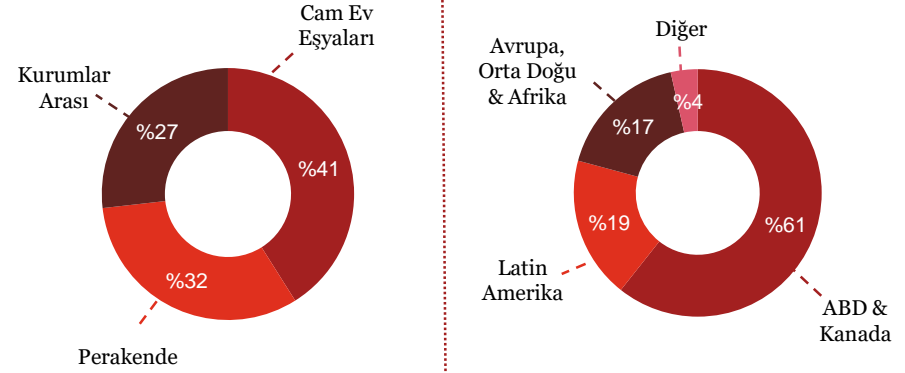
Gelir Tablosu (m \$)

	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	785	801	786
Satılan Malın Maliyeti	(631)	(646)	(630)
Brüt Kar	154	155	156
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(123)	(123)	(119)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(3)	(4)	(3)
Esas Faaliyet Karı	29	29	34
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(20)	(22)	(23)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(86)	(5)	(71)
Vergi Öncesi Kar	(78)	2	(60)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(16)	(10)	(9)
Net Kar	(93)	(8)	(69)
FAVÖK	74	72	73
FAVÖK Marj (%)	%9,4	%9,0	%9,3

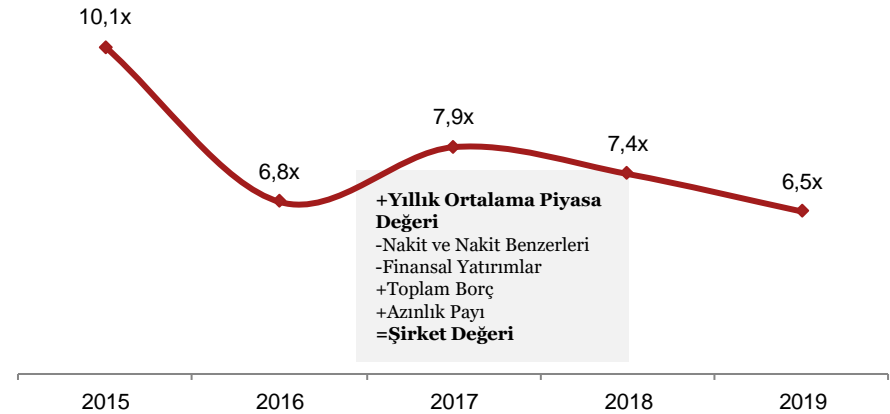
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	315	318	323
Nakit ve Nakit Benzerleri	25	26	49
Ticari Alacaklar	89	83	80
Diğer Alacaklar	1	1	1
Stoklar	188	192	175
Diğer Dönen Varlıklar	13	15	18
Duran Varlıklar	402	397	384
Uzun Vadeli Yatırımlar	1	-	-
Maddi Duran Varlıklar	266	265	289
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	99	98	57
Diğer Duran Varlıklar	37	34	39
Aktif Toplam	717	714	707
Kısa Vadeli Yükümlülükler	165	162	196
Ticari Borçlar	78	75	79
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	7	4	32
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	80	83	85
Uzun Vadeli Yükümlülükler	485	503	537
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	377	399	436
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	108	104	101
Özkaynaklar	67	50	(26)
Pasif Toplam	717	714	707

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Nadir Figueiredo Indústria e Comércio S.A.

Nadir Figueiredo Indústria e Comércio S.A. 1912 yılında kurulmuştur ve merkezi São Paulo, Brezilya'dadır. Şirket; evlerde, restoranlarda ve barlarda kullanılması amacıyla bardak, tath kaseleri, sürahiler, kavanozlar, tencere, sürahiler ve kahve kupaları üretmektedir.

CAM EV EŞYASI

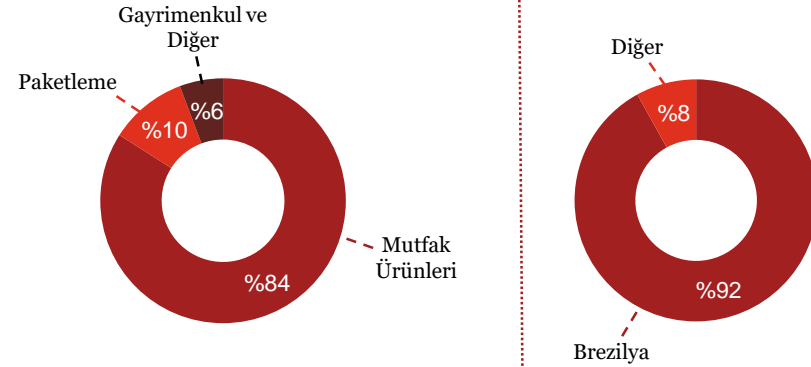
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	200	198	197
Satılan Malın Maliyeti	(106)	(108)	(116)
Brüt Kar	94	90	81
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(64)	(55)	(52)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	1	1	3
Esas Faaliyet Karı	31	36	33
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(6)	(2)	(2)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	-	(3)	(2)
Vergi Öncesi Kar	25	32	28
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(8)	(10)	(10)
Net Kar	17	22	18
FAVÖK	41	45	41
FAVÖK Marjı (%)	%20,3	%22,8	%20,8

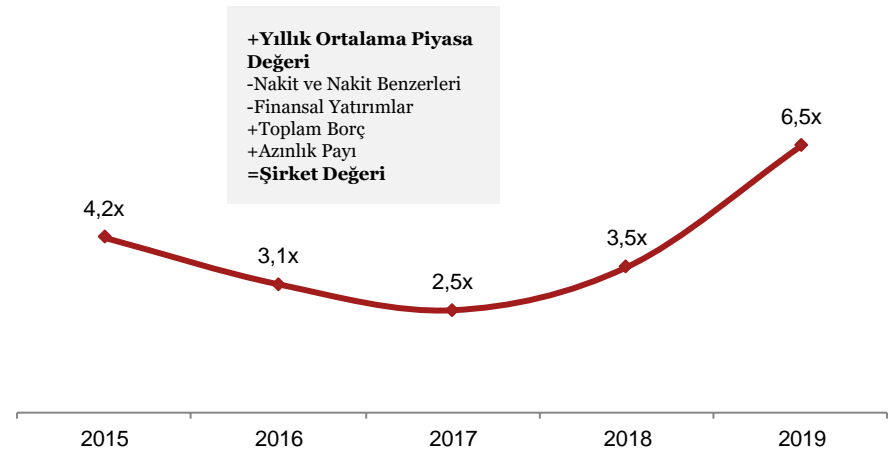
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	88	94	113
Nakit ve Nakit Benzerleri	8	16	25
Ticari Alacaklar	44	41	54
Diğer Alacaklar	2	2	2
Stoklar	32	34	30
Diğer Dönen Varlıklar	2	1	1
Duran Varlıklar	101	91	76
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	68	62	70
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	33	28	5
Aktif Toplam	190	185	189
Kısa Vadeli Yükümlülükler	64	57	45
Ticari Borçlar	13	14	15
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	5	6
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	30	17	5
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	20	21	19
Uzun Vadeli Yükümlülükler	22	25	64
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	10	14	55
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	11	9
Özkaynaklar	104	103	79
Pasif Toplam	190	185	189

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Solvay SA

Solvay; malzeme ve özel kimyasallar alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, gelişmiş malzemeler, gelişmiş formülasyonlar, performans kimyasalları ve kurumsal ve ticari hizmetler olmak üzere dört segmentten oluşmaktadır. Solvay, 1863 yılında kurulmuştur ve merkezi Brüksel, Belçika'da bulunmaktadır.

SODA

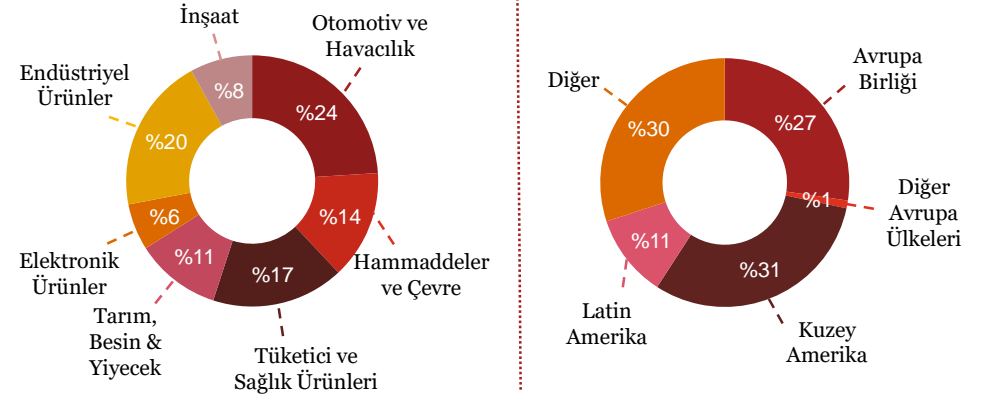
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	13.189	12.937	12.599
Satılan Malın Maliyeti	(9.484)	(9.462)	(9.251)
Brüt Kar	3.706	3.475	3.348
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(1.726)	(1.579)	(1.494)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(348)	(340)	(362)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(197)	(161)	(159)
Esas Faaliyet Karı	1.435	1.395	1.332
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(213)	(129)	(127)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(118)	(131)	(859)
Vergi Öncesi Kar	1.105	1.135	347
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	237	(86)	(172)
Net Kar	1.341	1.049	175
FAVÖK	2.580	2.449	2.491
FAVÖK Marj (%)	%19,6	%18,9	%19,8

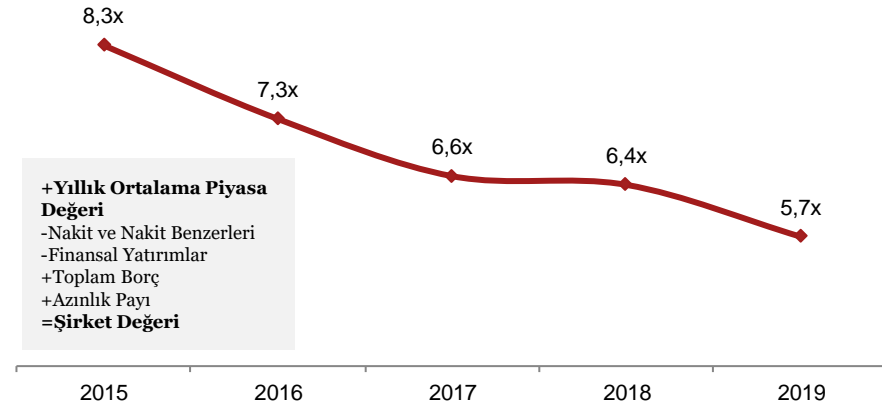
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	7.273	7.527	7.038
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.477	1.563	1.225
Ticari Alacaklar	1.756	1.642	1.587
Diğer Alacaklar	578	622	554
Stoklar	1.806	1.929	1.781
Diğer Dönen Varlıklar	1.657	1.771	1.891
Duran Varlıklar	18.485	17.662	16.872
Uzun Vadeli Yatırımlar	669	610	728
Maddi Duran Varlıklar	6.524	6.245	6.642
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.331	8.893	7.651
Diğer Duran Varlıklar	1.961	1.914	1.851
Aktif Toplam	25.758	25.189	23.911
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.957	4.468	4.591
Ticari Borçlar	1.597	1.648	1.433
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısımı	1.254	721	1.270
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.106	2.099	1.888
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9.091	8.556	8.519
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	3.821	3.641	3.795
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.270	4.915	4.723
Özkaynaklar	11.710	12.165	10.801
Pasif Toplam	25.758	25.189	23.911

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Tangshan Sanyou Chemical Ind.

Tangshan Sanyou Chemical Industries, kimyasal ürünler üretmektedir. Şirket; soda külü, yapıştırıcılar, polivinil klorür reçineleri, kostik soda, silikonlar ve tuz ürünlerinin yanı sıra kimyasal lifler sunmaktadır. Şirket, 1999 yılında kurulmuştur ve Tangshan, Çin merkezlidir.

SODA

Gelir Tablosu

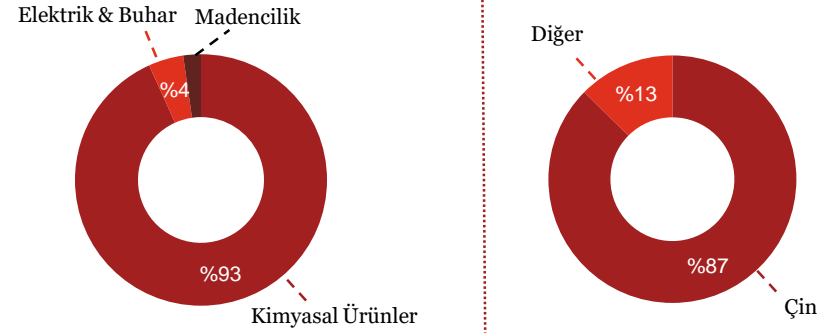
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	3.104	2.933	2.898
Satılan Malın Maliyeti	(2.263)	(2.160)	(2.313)
Brüt Kar	841	773	585
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(344)	(346)	(350)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(11)	(7)	(6)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(32)	(35)	(32)
Esas Faaliyet Karı	454	385	198
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(59)	(50)	(50)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(4)	(29)	(28)
Vergi Öncesi Kar	391	307	120
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(81)	(59)	(24)
Net Kar	310	247	95
FAVÖK	603	531	341
FAVÖK Marjı (%)	%19,4	%18,1	%11,8

*Son 12 ay Eylül

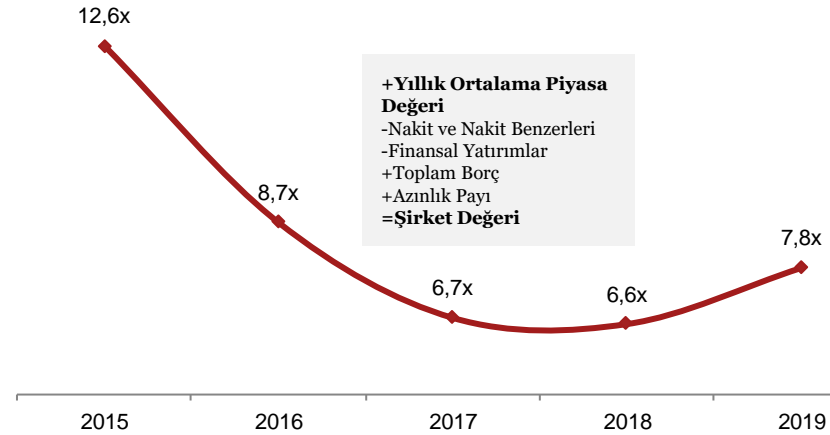
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	1.109	1.132	1.128
Nakit ve Nakit Benzerleri	359	454	434
Ticari Alacaklar	408	356	361
Diğer Alacaklar	10	15	22
Stoklar	293	275	274
Diğer Dönen Varlıklar	39	31	37
Duran Varlıklar	2.594	2.552	2.448
Uzun Vadeli Yatırımlar	1	1	0
Maddi Duran Varlıklar	2.389	2.374	2.266
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	132	125	119
Diğer Duran Varlıklar	73	53	63
Aktif Toplam	3.702	3.684	3.576
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.452	1.300	1.208
Ticari Borçlar	549	563	473
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	591	499	484
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	90	64	58
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	222	174	192
Uzun Vadeli Yükümlülükler	616	672	701
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	576	623	649
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	40	49	52
Özkaynaklar	1.634	1.713	1.666
Pasif Toplam	3.702	3.684	3.576

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Genesis Energy, L.P.

Genesis Energy, karada ve denizde doğalgaz ve ham petrol taşımacılığı yapmakta ve aynı zamanda sodyum mineralleri madenciliği faaliyetlerini sürdürmektedir. Genesis Energy, L.P. 1996 yılında kurulmuştur ve merkezi Houston, Texas'ta bulunmaktadır.

SODA

Gelir Tablosu

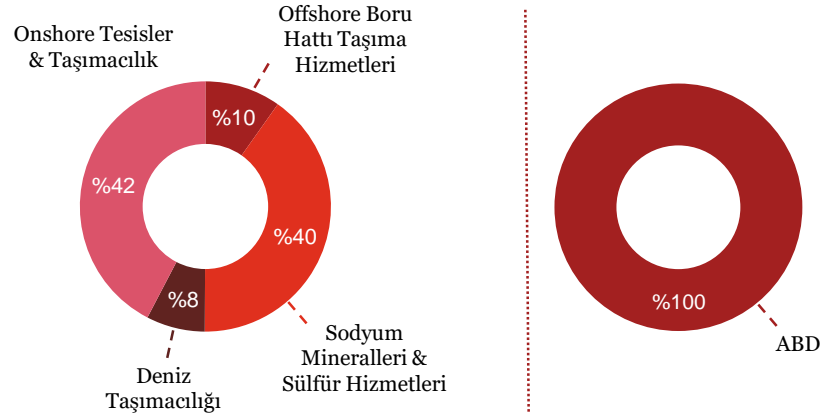
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	2.028	2.913	2.481
Satılan Malın Maliyeti	(1.529)	(2.278)	(1.836)
Brüt Kar	499	634	645
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(54)	(65)	(53)
Amortisman	(252)	(313)	(320)
Esas Faaliyet Karı	192	256	273
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(177)	(229)	(219)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	63	(37)	48
Vergi Öncesi Kar	78	(10)	101
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	4	(1)	(1)
Net Kar	82	(12)	101
FAVÖK	443	568	591
FAVÖK Marjı (%)	%21,9	%19,5	%23,8

Bilanço

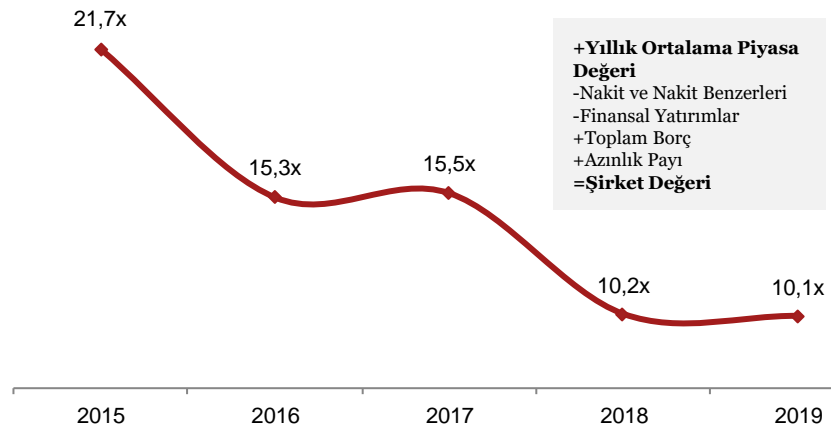
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	636	443	593
Nakit ve Nakit Benzerleri	9	10	29
Ticari Alacaklar	503	332	426
Diğer Alacaklar	-	-	-
Stoklar	89	74	65
Diğer Dönen Varlıklar	35	28	73
Duran Varlıklar	6.501	6.036	6.005
Uzun Vadeli Yatırımlar	382	355	335
Maddi Duran Varlıklar	5.431	4.978	5.027
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	507	465	441
Diğer Duran Varlıklar	182	239	202
Aktif Toplam	7.137	6.479	6.598
Kısa Vadeli Yükümlülükler	456	333	415
Ticari Borçlar	271	127	219
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	-	-	28
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	185	206	168
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.921	3.663	3.784
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	3.698	3.432	3.574
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	223	231	210
Özkaynaklar	2.760	2.483	2.398
Pasif Toplam	7.137	6.479	6.598

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Tata Chemicals Limited

Tata Chemicals Limited; uluslararası alanda temel kimya ürünlerinin üretimi ve pazarlanması faaliyetlerini sürdürmektedir.

SODA

Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	S12A*
Net Satışlar	1.597	1.578	1.638
Satışların Maliyeti	(381)	(324)	(371)
Brüt Kar	1.216	1.254	1.267
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(250)	(244)	(246)
Amortisman	(79)	(80)	(88)
Diğer Faaliyet Geliri/Gideri (net)	(639)	(670)	(700)
Esas Faaliyet Karı	248	261	233
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(32)	(24)	(26)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	28	188	39
Vergi Öncesi Kar	244	425	246
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(53)	(9)	(38)
Net Kar	190	415	208
FAVÖK	327	340	321
FAVÖK Marj (%)	%20,5	%21,6	%19,6

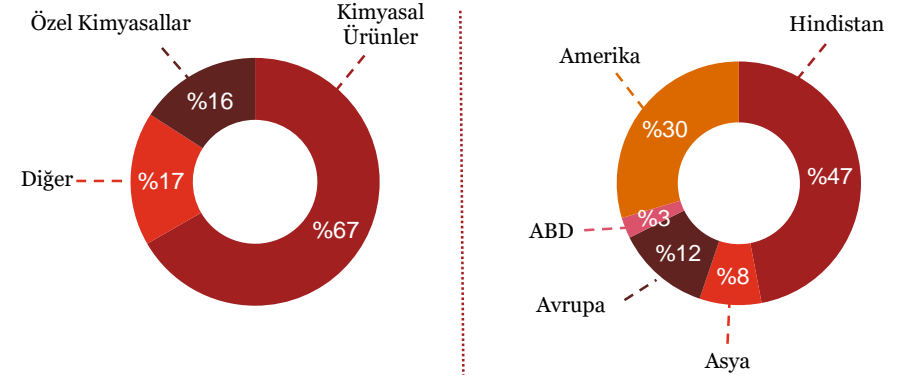
*Son 12 ay Eylül

Bilanço

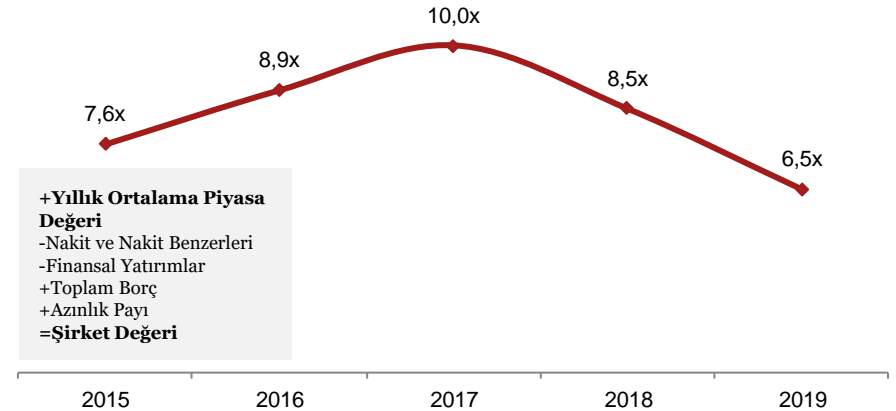
(m \$)	31.03.2017	31.03.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	1.138	1.389	1.096
Nakit ve Nakit Benzerleri	291	703	580
Ticari Alacaklar	323	201	232
Diğer Alacaklar	28	53	1
Stoklar	214	225	233
Diğer Dönen Varlıklar	282	207	50
Duran Varlıklar	2.506	2.588	2.791
Uzun Vadeli Yatırımlar	397	424	485
Maddi Duran Varlıklar	647	670	805
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	262	266	267
Diğer Duran Varlıklar	1.200	1.227	1.234
Aktif Toplam	3.644	3.977	3.886
Kısa Vadeli Yükümlülükler	865	569	762
Ticari Borçlar	203	227	221
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	111	22	23
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	308	89	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	242	231	517
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.153	1.284	906
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	674	829	489
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	480	455	416
Özkaynaklar	1.625	2.124	2.219
Pasif Toplam	3.644	3.977	3.886

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Chengdu Wintrube Holding Co. Ltd.

Chengdu Wintrube Holding Co. Ltd., NPK gübreleri, soda külü, amonyum klorür, susuz sodyum sülfat, yenilebilir ve endüstriyel tuzların yanı sıra üre de dahil olmak üzere çeşitli kimyasal ürünler üretmektedir.

SODA

Gelir Tablosu

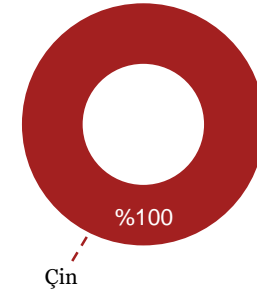
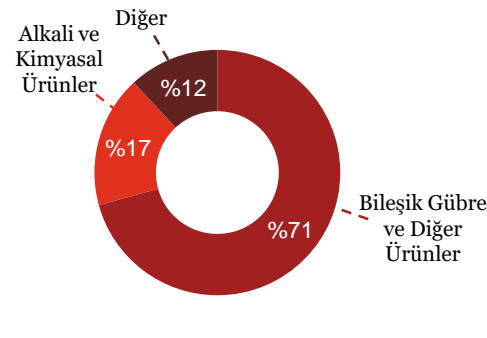
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	1.190	1.144	1.208
Satılan Malın Maliyeti	(1.013)	(985)	(1.029)
Brüt Kar	176	159	180
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(112)	(91)	(96)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(3)	(4)	(22)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(10)	(9)	(14)
Esas Faaliyet Karı	52	55	47
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(27)	(27)	(21)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(3)	2	11
Vergi Öncesi Kar	21	30	37
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(6)	(6)	(7)
Net Kar	16	24	30
FAVÖK	137	137	128
FAVÖK Marjı (%)	%11,5	%12,0	%10,6

Bilanço

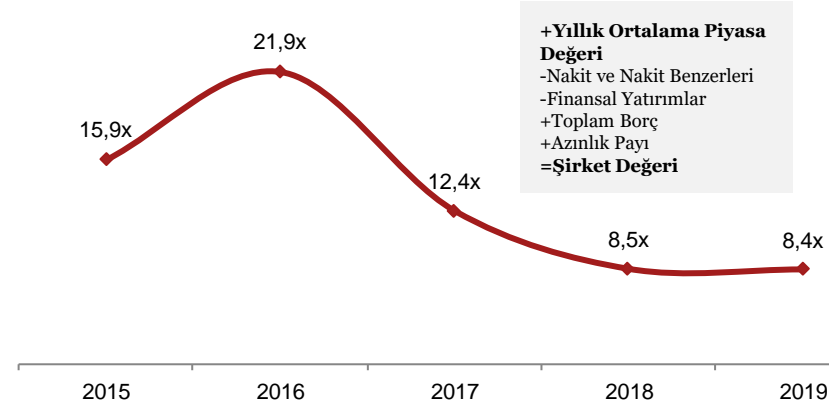
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	593	653	594
Nakit ve Nakit Benzerleri	203	269	219
Ticari Alacaklar	75	58	76
Diğer Alacaklar	15	10	12
Stoklar	171	216	210
Diğer Dönen Varlıklar	128	100	76
Duran Varlıklar	836	855	764
Uzun Vadeli Yatırımlar	3	12	2
Maddi Duran Varlıklar	633	638	590
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	138	152	113
Diğer Duran Varlıklar	62	53	59
Aktif Toplam	1.429	1.508	1.358
Kısa Vadeli Yükümlülükler	841	900	738
Ticari Borçlar	208	218	211
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	508	544	426
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	5	2	2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	119	136	99
Uzun Vadeli Yükümlülükler	102	145	160
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	81	128	144
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21	17	16
Özkaynaklar	486	463	459
Pasif Toplam	1.429	1.508	1.358

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri
-Nakit ve Nakit Benzerleri
-Finansal Yatırımlar
+Toplam Borç
+Azınlık Payı
=Şirket Değeri

Ciech S.A.

Ciech, soda, organik silikatlar, cam ve ulaşım olmak üzere dört segmentte faaliyet göstermektedir. Ciech, 1945 yılında kurulmuştur ve merkezi Varşova, Polonya'dadır.

SODA

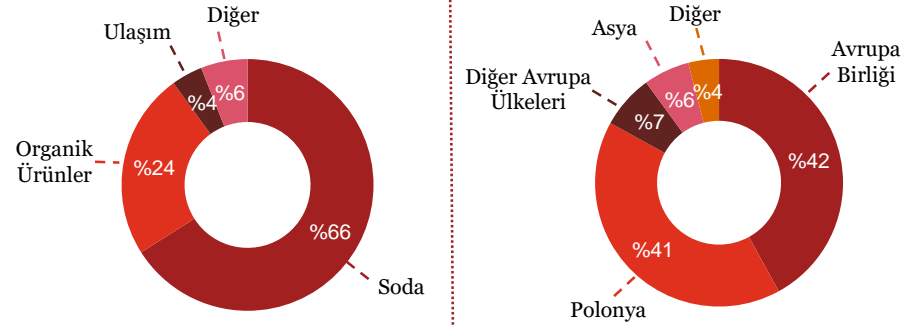
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	1.029	979	937
Satılan Malın Maliyeti	(765)	(776)	(730)
Brüt Kar	263	204	206
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(116)	(111)	(120)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	19	5	(16)
Esas Faaliyet Karı	166	98	71
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(10)	(17)	(24)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(8)	0	2
Vergi Öncesi Kar	148	81	48
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(35)	(51)	(18)
Net Kar	113	30	31
FAVÖK	236	171	157
FAVÖK Marjı (%)	%23,0	%17,4	%16,8

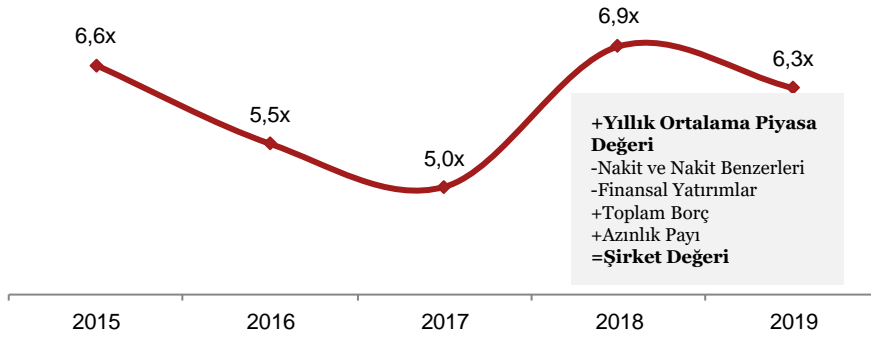
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	413	339	346
Nakit ve Nakit Benzerleri	146	55	83
Ticari Alacaklar	114	118	93
Diğer Alacaklar	43	45	49
Stoklar	105	117	120
Diğer Dönen Varlıklar	6	5	2
Duran Varlıklar	921	947	986
Uzun Vadeli Yatırımlar	15	8	6
Maddi Duran Varlıklar	780	762	815
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	56	129	125
Diğer Duran Varlıklar	71	48	39
Aktif Toplam	1.335	1.286	1.332
Kısa Vadeli Yükümlülükler	313	343	296
Ticari Borçlar	116	131	114
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	8	5	7
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	59	81	29
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	130	125	146
Uzun Vadeli Yükümlülükler	394	436	514
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	343	372	450
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	51	64	64
Özkaynaklar	628	506	522
Pasif Toplam	1.335	1.286	1.332

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Shandong Jinjing Science and Tech. Stock Co. Ltd.

Shandong Jinjing Stock Co, Ltd 1999 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Zibo bölgesindedir. Şirket; ultra beyaz cam, çevrimdışı kaplamalı cam, sıralı kaplamalı cam, güneş filmi camı, renkli cam, yangına dayanıklı cam, otomotiv camı, düşük tuzlu ağır cam gibi cam ürünleri ve soda külü, hafif soda külü, sodyum bikarbonat, sodyum bikarbonat deterjanı üretmektedir.

SODA

Gelir Tablosu

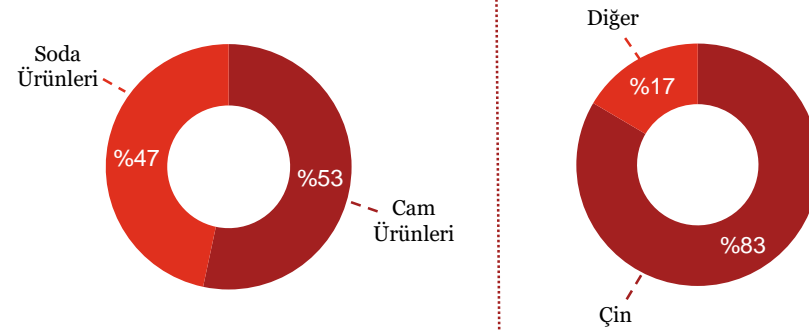
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	669	745	726
Satılan Malın Maliyeti	(493)	(585)	(592)
Brüt Kar	176	160	134
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(63)	(59)	(61)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(1)	(15)	(20)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(14)	(16)	(13)
Esas Faaliyet Karı	98	70	41
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(33)	(29)	(28)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(21)	(18)	(16)
Vergi Öncesi Kar	44	23	(4)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(27)	(11)	(1)
Net Kar	17	12	(5)
FAVÖK	169	141	112
FAVÖK Marjı (%)	%25,2	%18,9	%15,4

Bilanço

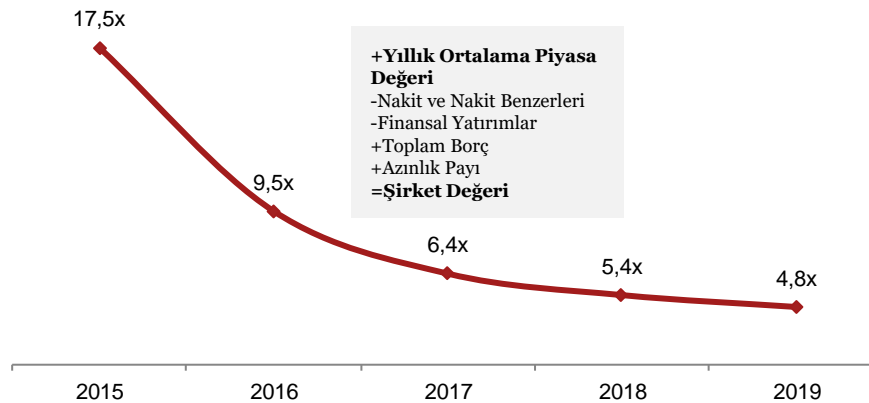
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	490	561	501
Nakit ve Nakit Benzerleri	188	265	227
Ticari Alacaklar	122	131	111
Diğer Alacaklar	50	49	42
Stoklar	125	109	97
Diğer Dönen Varlıklar	5	7	25
Duran Varlıklar	985	842	798
Uzun Vadeli Yatırımlar	36	56	55
Maddi Duran Varlıklar	781	638	599
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	71	83	78
Diğer Duran Varlıklar	97	66	67
Aktif Toplam	1.476	1.404	1.299
Kısa Vadeli Yükümlülükler	687	707	628
Ticari Borçlar	383	359	364
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	132	185	173
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	52	57	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	119	105	91
Uzun Vadeli Yükümlülükler	131	75	79
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	67	35	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	63	39	79
Özkaynaklar	658	622	593
Pasif Toplam	1.476	1.404	1.299

*Son 12 ay Eylül

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Ciner Resources LP

Ciner Resources, trona cevheri madenciliği ve soda külü üretim faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket; trona cevherini işleyerek Düzcama, cam kaplar, deterjanlar, kimyasallar, kağıt ve diğer tüketici ve endüstriyel ürünlerde hammadde olan soda külü haline getirir. Şirketin Wyoming Green River Havzasında yaklaşık 23.500 dönüm kiralık ve lisanslı yer altı madenciliği alanı bulunmaktadır. Şirketin satışlarının tamamını soda külü oluşturmaktadır.

SODA

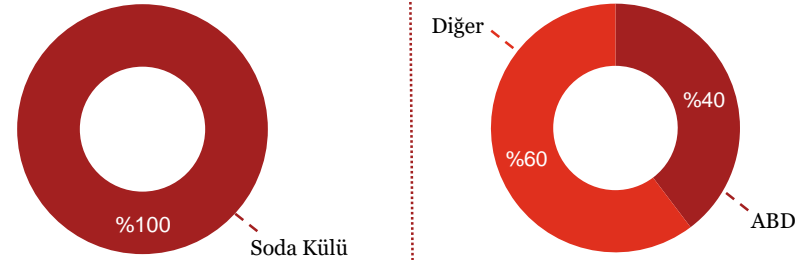
Gelir Tablosu (m \$)

	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	497	487	523
Satışların Maliyeti	(357)	(355)	(365)
Brüt Kar	141	132	158
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(22)	(24)	(24)
Amortisman	(27)	(28)	(27)
Esas Faaliyet Karı	92	79	107
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(3)	(3)	(6)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(3)	27	-
Vergi Öncesi Kar	86	103	102
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	-	-	-
Net Kar	86	103	102
FAVÖK	119	107	134
FAVÖK Marjı (%)	%23,9	%22,0	%25,6

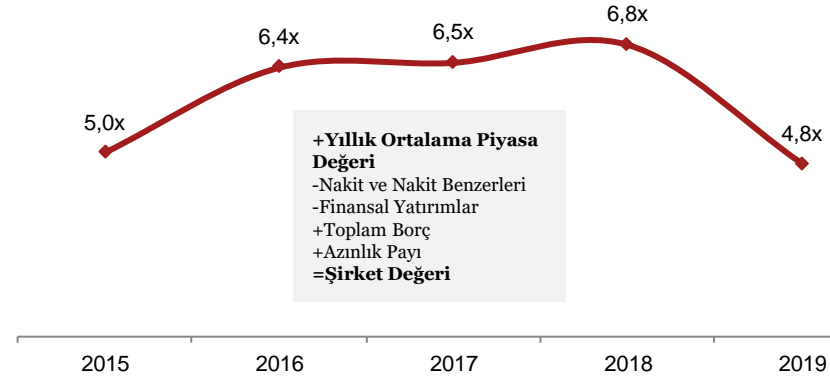
Bilanço (m \$)

	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	184	142	172
Nakit ve Nakit Benzerleri	30	10	15
Ticari Alacaklar	126	101	84
Diğer Alacaklar	7	6	47
Stoklar	20	22	24
Diğer Dönen Varlıklar	2	2	2
Duran Varlıklar	269	293	322
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	249	267	298
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	6	6
Diğer Duran Varlıklar	20	20	18
Aktif Toplam	453	435	494
Kısa Vadeli Yükümlülükler	57	65	56
Ticari Borçlar	15	18	14
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	11	0	1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	31	47	41
Uzun Vadeli Yükümlülükler	148	110	138
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	138	99	130
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	10	11	9
Özkaynaklar	248	260	300
Pasif Toplam	453	435	494

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Elementis plc

Elementis, özel kimyasal ürünler üretmekte ve satmaktadır. Şirket, özel amaçlı ürünler ve Krom olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Özel amaçlı ürünler segmenti; kişisel bakım, kaplamalar ve enerji ve inşaat sektörlerine hizmet vermektedir. Krom segmenti; metal kaplama, krom pigmentleri, ahşap işleme ve diğer sektörler için krom kimyasalları sağlamaktadır. Şirket, 1844 yılında kurulmuştur ve merkezi Londra'da bulunmaktadır.

KROM

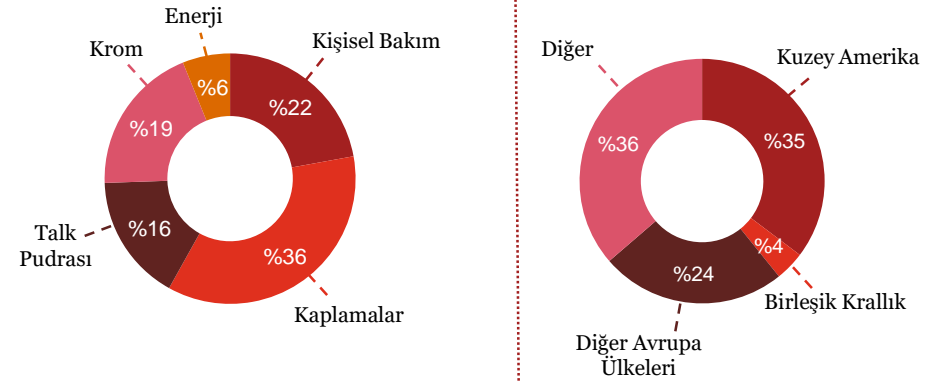
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	783	822	874
Satılan Malın Maliyeti	(488)	(517)	(552)
Brüt Kar	295	306	321
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(183)	(176)	(218)
Esas Faaliyet Karı	112	130	104
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(10)	(17)	(25)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(20)	(56)	(18)
Vergi Öncesi Kar	83	57	61
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	34	(16)	(15)
Net Kar	118	41	46
FAVÖK	150	175	167
FAVÖK Marjü (%)	%19,2	%21,3	%19,2

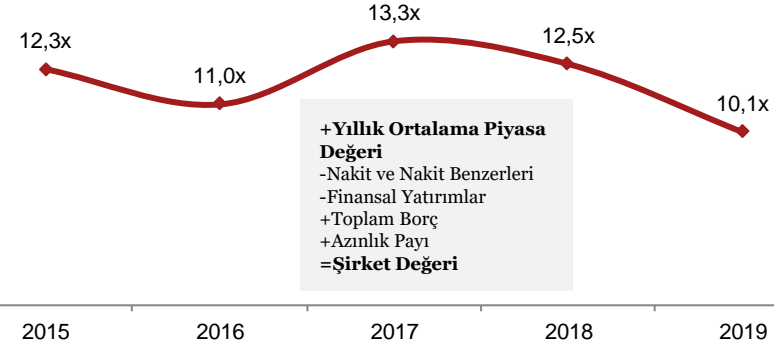
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	387	424	393
Nakit ve Nakit Benzerleri	55	98	104
Ticari Alacaklar	110	112	97
Diğer Alacaklar	8	17	16
Stoklar	144	189	169
Diğer Dönen Varlıklar	70	8	8
Duran Varlıklar	953	1.511	1.512
Uzun Vadeli Yatırımlar	527	717	726
Maddi Duran Varlıklar	220	478	514
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	190	259	232
Diğer Duran Varlıklar	16	56	40
Aktif Toplam	1.340	1.935	1.905
Kısa Vadeli Yükümlülükler	168	168	176
Ticari Borçlar	54	62	80
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	3	3	9
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	112	104	86
Uzun Vadeli Yükümlülükler	469	851	824
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	343	586	591
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	126	265	233
Özkaynaklar	702	916	906
Pasif Toplam	1.340	1.935	1.905

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Nippon Chemical Industrial Co. Ltd.

Nippon Chemical Industrial Co. Ltd. 1893 yılında kurulmuştur ve merkezi Tokyo'dadır. Şirket; krom bileşikleri, fosfor bileşikleri ve silikatlar ve silika ürünlerini içeren inorganik kimyasal ürünler, ayrıca lityum bileşikleri ve sodyum sülfat, potasyum permanganat ve bakır oksit ürünleri gibi diğer endüstriyel kimyasallar üretmektedir.

KROM

Gelir Tablosu

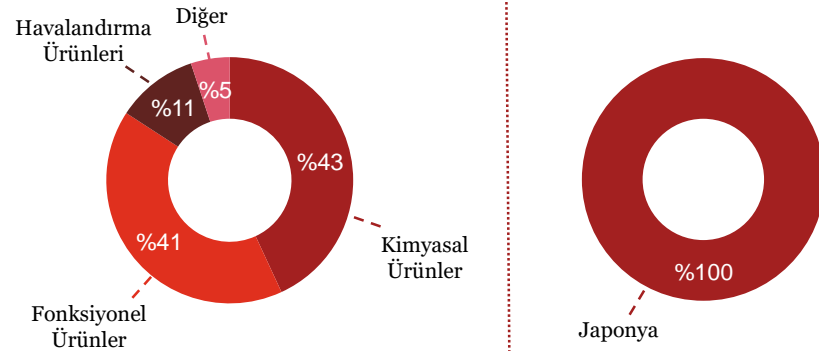
(m \$)	MY17*	MY18*	MY19*
Net Satışlar	314	333	335
Satılan Malın Maliyeti	(240)	(253)	(262)
Brüt Kar	73	80	73
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(31)	(32)	(37)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(11)	(9)	(11)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(4)	(3)	(0)
Esas Faaliyet Karı	28	36	25
Finansal Gelirler/Giderler (net)	-	0	1
Diğer Gelirler/Giderler (net)	0	(2)	(1)
Vergi Öncesi Kar	28	34	24
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(5)	(10)	(6)
Net Kar	24	24	18
FAVÖK	48	56	44
FAVÖK Marjı (%)	%15,2	%16,8	%13,1

Bilanço

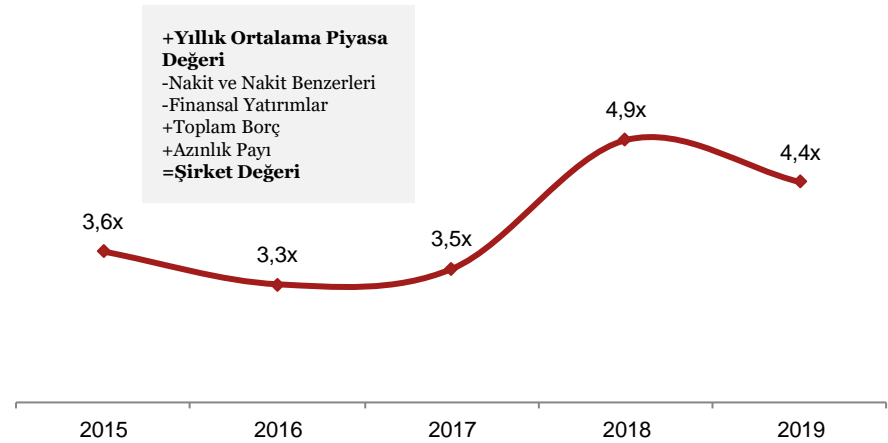
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	255	264	286
Nakit ve Nakit Benzerleri	69	69	85
Ticari Alacaklar	105	101	108
Diğer Alacaklar	0	-	0
Stoklar	73	91	87
Diğer Dönen Varlıklar	8	5	6
Duran Varlıklar	287	308	344
Uzun Vadeli Yatırımlar	71	66	70
Maddi Duran Varlıklar	212	238	269
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	3	4
Diğer Duran Varlıklar	1	1	1
Aktif Toplam	542	572	630
Kısa Vadeli Yükümlülükler	174	159	155
Ticari Borçlar	36	41	38
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	99	80	73
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	39	38	44
Uzun Vadeli Yükümlülükler	67	92	137
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	18	42	81
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	50	50	56
Özkaynaklar	300	322	338
Pasif Toplam	542	572	630

*Ocak-Aralık

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Hubei Zhenhua Chemical Co. Ltd.

KROM

Hubei Zhenhua Kimyasal Co. Ltd. 1967 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Huangshi bölgesindedir. Çin'de krom tuzlarının araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve pazarlanması doğrultusunda faaliyet göstermektedir. Şirket; sodyum bikromat ve dikromat, kromik asit anhidrit, kristal kromik asit anhidrit, sıvı kromik anhidrit, krom oksit yeşili, kromik trioksit, potasyum dikromat, bazik krom sülfat, K3 vitamini, sodyum sülfat, alüminyum hidroksit vb. ürünler üretmektedir.

Gelir Tablosu

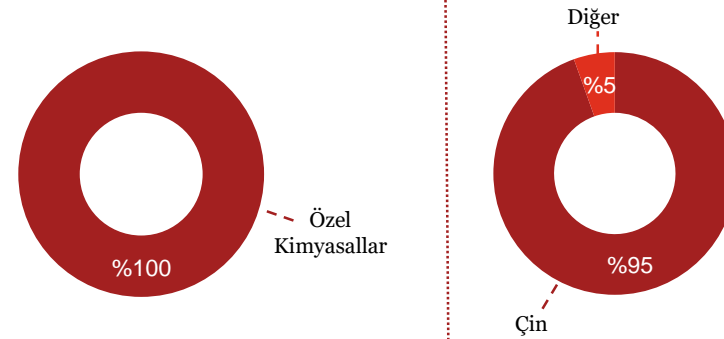
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	182	204	199
Satılan Malın Maliyeti	(138)	(146)	(144)
Brüt Kar	44	58	55
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(19)	(22)	(24)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(6)	(7)	(6)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(2)	(3)	(3)
Esas Faaliyet Karı	16	25	22
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(0)	0	0
Diğer Gelirler/Giderler (net)	0	(1)	(1)
Vergi Öncesi Kar	16	24	22
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(2)	(3)	(1)
Net Kar	15	21	21

FAVÖK	27	36	33
FAVÖK Marjı (%)	%15,1	%17,6	%16,5

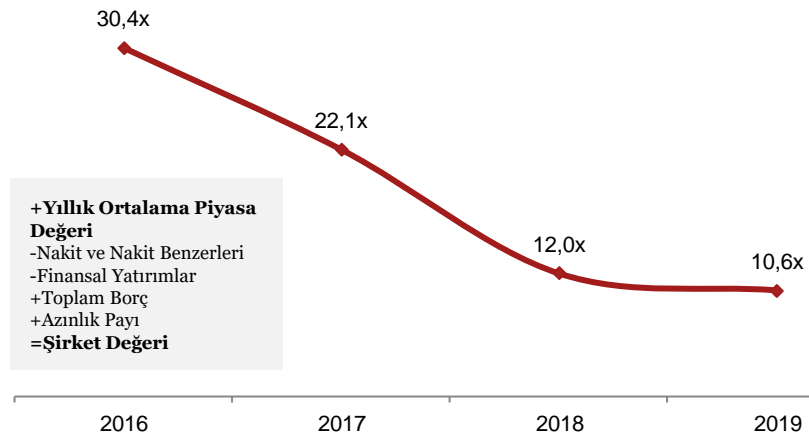
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	96	110	112
Nakit ve Nakit Benzerleri	20	25	33
Ticari Alacaklar	54	60	52
Diğer Alacaklar	0	1	1
Stoklar	18	17	17
Diğer Dönen Varlıklar	4	8	10
Duran Varlıklar	92	86	92
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	4
Maddi Duran Varlıklar	86	79	79
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	5	5
Diğer Duran Varlıklar	1	2	4
Aktif Toplam	188	197	204
Kısa Vadeli Yükümlülükler	15	14	15
Ticari Borçlar	8	7	10
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7	8	6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	2	3
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	2	3
Özkaynaklar	172	180	186
Pasif Toplam	188	197	204

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Brother Enterprises Holding Co. Ltd.

Brother Enterprises, vitamin ve deri kimyasalları üretmektedir. Deri kimyasalları arasında tabaklama maddeleri, yağlar, terbiye maddeleri, yardımcı maddeler ve krom tozları bulunmaktadır. Şirket, ayrıca B1 ve K3 vitamini üretimi de yapmaktadır. Brother Enterprises 1991 yılında kurulmuştur ve Haining, Çin merkezlidir.

KROM

Gelir Tablosu

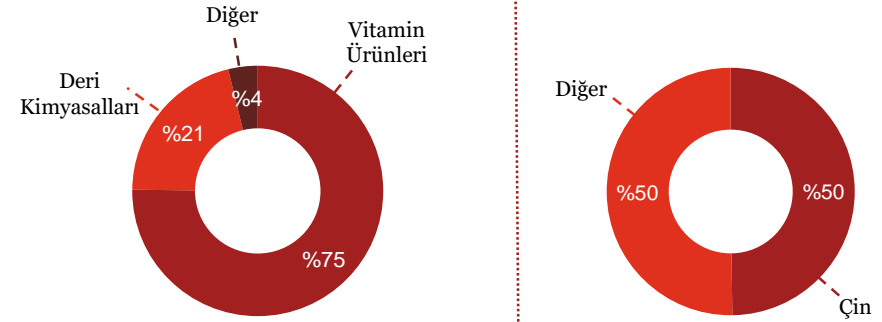
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	239	206	173
Satılan Malın Maliyeti	(126)	(159)	(135)
Brüt Kar	113	47	39
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(26)	(25)	(30)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(10)	(11)	(10)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(4)	(2)	(3)
Esas Faaliyet Karı	72	8	(4)
Finansal Gelirler/Giderler (net)	2	0	(1)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(3)	1	3
Vergi Öncesi Kar	71	9	(3)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(11)	(6)	(2)
Net Kar	61	3	(5)
FAVÖK	91	29	20
FAVÖK Marjı (%)	%37,9	%14,2	%11,5

Bilanço

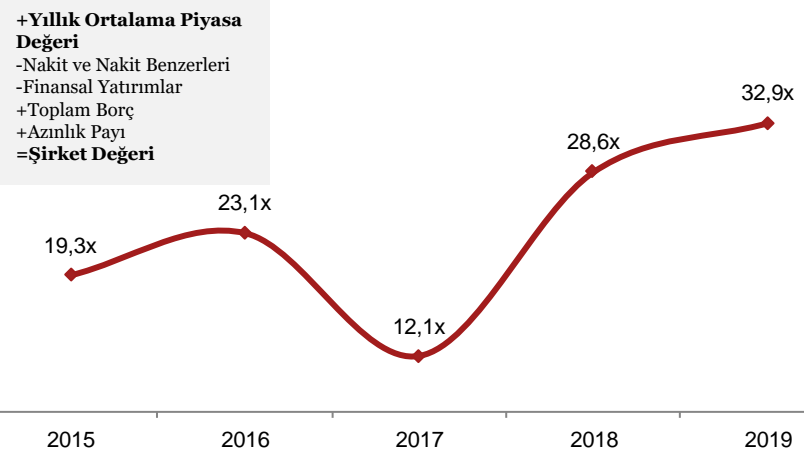
*Son 12 ay Eylül

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	296	210	161
Nakit ve Nakit Benzerleri	173	116	63
Ticari Alacaklar	55	38	28
Diğer Alacaklar	0	1	1
Stoklar	47	42	48
Diğer Dönen Varlıklar	20	14	22
Duran Varlıklar	236	311	357
Uzun Vadeli Yatırımlar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	211	288	333
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	17	16
Diğer Duran Varlıklar	6	6	8
Aktif Toplam	533	521	518
Kısa Vadeli Yükümlülükler	94	113	133
Ticari Borçlar	69	103	91
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	0	-	34
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	24	10	8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	88	80	64
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	88	79	64
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0
Özkaynaklar	351	328	321
Pasif Toplam	533	521	518

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Vishnu Chemicals Limited

Vishnu Chemicals Limited, Hindistan'da krom kimyasalları üretmektedir. Şirket, sodyum dikromat, kromik asit, krom oksit yeşili, bazik krom sülfat ve potasyum dikromat gibi krom kimyasalları ile baryum karbonat sülfür ve türevlerini sunmaktadır.

KROM

Gelir Tablosu

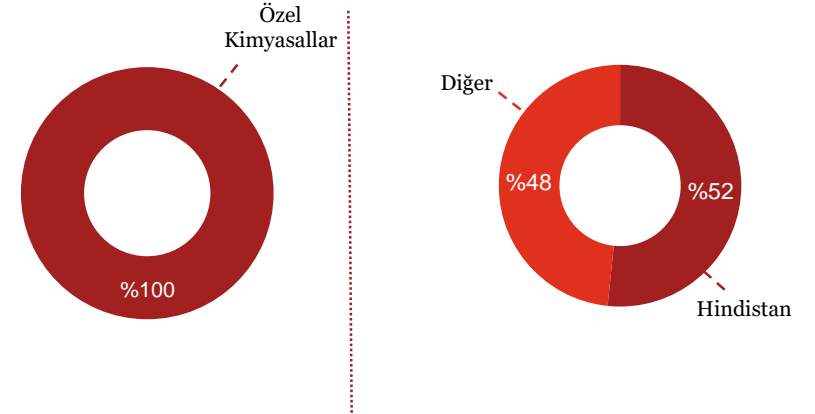
(m \$)	MY17	MY18	S12A*
Net Satışlar	78	99	105
Satışların Maliyeti	(36)	(59)	(59)
Brüt Kar	43	39	46
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(5)	(6)	(6)
Amortisman	(2)	(3)	(3)
Diğer Faaliyet Geliri/Gideri (net)	(27)	(21)	(26)
Esas Faaliyet Karı	7	9	11
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(5)	(5)	(4)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(0)	(1)	(2)
Vergi Öncesi Kar	2	3	5
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(1)	(1)	(2)
Net Kar	1	2	4
FAVÖK	10	12	14
FAVÖK Marj (%)	%12,6	%12,2	%13,2

Bilanço

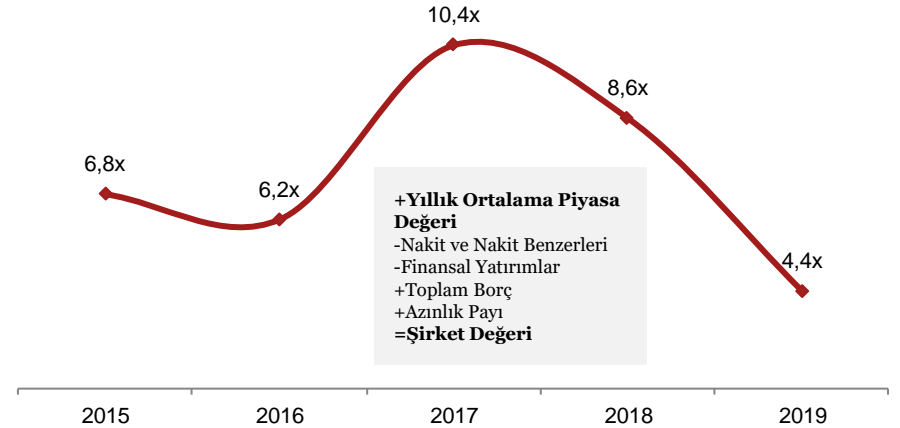
*Son 12 ay Eylül

(m \$)	31.03.2017	31.03.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	62	54	51
Nakit ve Nakit Benzerleri	0	0	3
Ticari Alacaklar	22	19	15
Diğer Alacaklar	0	0	-
Stoklar	28	27	27
Diğer Dönen Varlıklar	11	7	5
Duran Varlıklar	58	55	54
Uzun Vadeli Yatırımlar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	56	53	52
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	2	2	2
Aktif Toplam	120	109	105
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65	53	49
Ticari Borçlar	27	20	21
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	29	23	20
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	3	3	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	7	9
Uzun Vadeli Yükümlülükler	38	36	34
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	26	24	23
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	12	11
Özkaynaklar	17	21	22
Pasif Toplam	120	109	105

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Wata Chemicals Limited

Wata Chemicals Limited 1981 yılında kurulmuştur ve merkezi Dakka, Bangladeş'tedir. Şirket; şap ve çinko sülfat, magnezyum sülfat, sülfürik asit, bazik krom tozu ve doğrusal alkil benzen sülfonik asit gibi kimyasallar üretmektedir.

KROM

Gelir Tablosu

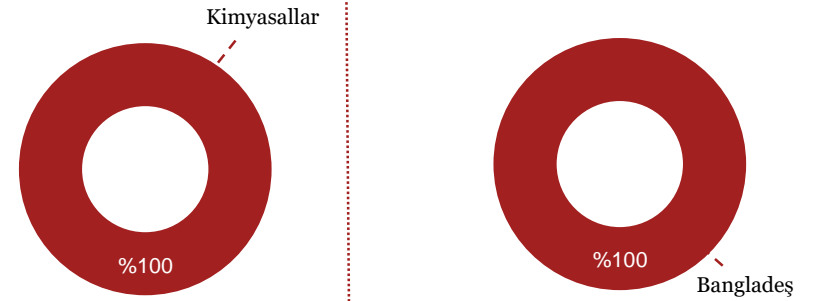
(m \$)	MY17	MY18	MY19*	*
Net Satışlar	5	5	11	
Satışların Maliyeti	(4)	(3)	(7)	
Brüt Kar	1	2	4	
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(0)	(0)	(1)	
Amortisman	(0)	(0)	(0)	
Esas Faaliyet Karı	1	1	4	
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(0)	(1)	(1)	
Diğer Gelirler/Giderler (net)	0	0	0	
Vergi Öncesi Kar	1	1	3	
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(0)	(0)	(1)	
Net Kar	0	1	2	
FAVÖK	1	1	4	
FAVÖK Marjı (%)	%18,8	%28,7	%34,1	

Bilanço

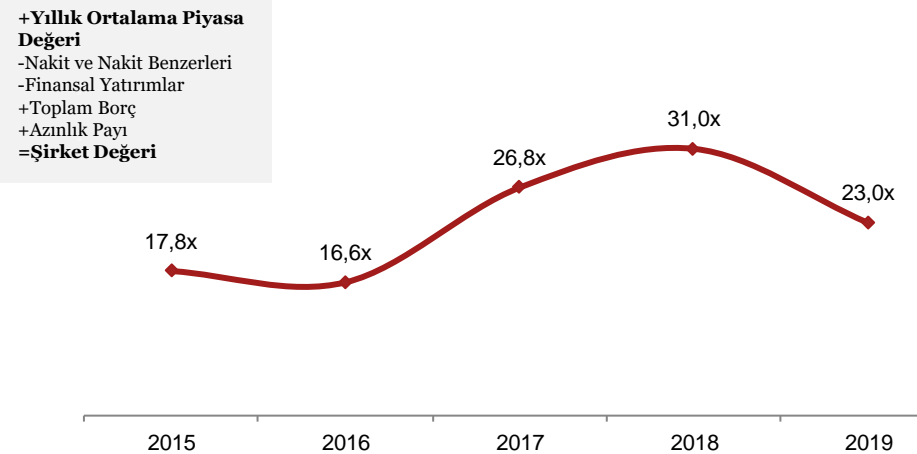
(m \$)	30.06.2017	30.06.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	4	5	14
Nakit ve Nakit Benzerleri	0	0	0
Ticari Alacaklar	0	0	3
Diğer Alacaklar	0	-	-
Stoklar	3	4	3
Diğer Dönen Varlıklar	1	1	8
Duran Varlıklar	12	14	15
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	12	14	15
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	-	-
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-
Aktif Toplam	16	19	28
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5	10	13
Ticari Borçlar	0	0	0
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	3	7	9
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	0	0	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2	3	3
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	1	6
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	2	1	6
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0
Özkaynaklar	8	8	10
Pasif Toplam	16	19	28

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri
-Nakit ve Nakit Benzerleri
-Finansal Yatırımlar
+Toplam Borç
+Azınlık Payı
=Şirket Değeri

LANXESS

Aktiengesellschaft

LANXESS; kimyasal ara ürünler, özel kimyasallar ve plastik malzemeler üretmektedir. Şirket, 1863 yılında kurulmuş olup merkezi Köln, Almanya'da bulunmaktadır.

CAM ELYAF

Gelir Tablosu

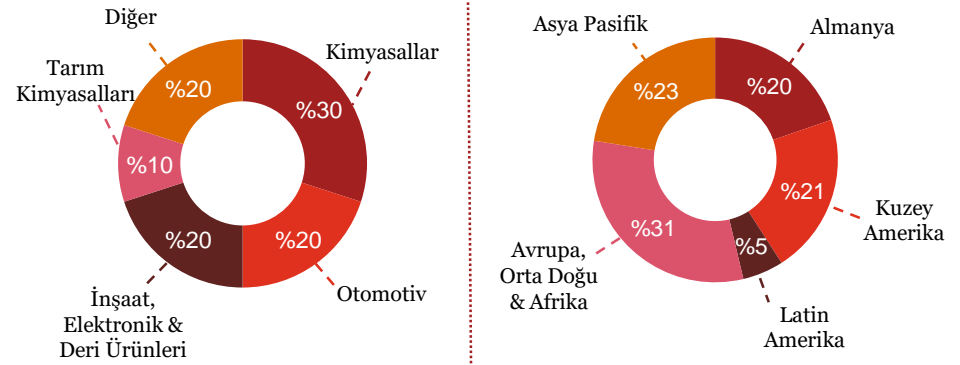
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	7.841	7.813	7.633
Satılan Malın Maliyeti	(5.759)	(5.817)	(5.656)
Brüt Kar	2.082	1.996	1.977
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(1.334)	(1.241)	(1.251)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(124)	(125)	(128)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	20	6	(3)
Esas Faaliyet Karı	645	635	595
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(49)	(72)	(38)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(256)	149	(224)
Vergi Öncesi Kar	340	712	332
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(191)	(113)	(118)
Net Kar	149	599	214
FAVÖK	1.081	1.095	1.056
FAVÖK Marj (%)	%13,8	%14,0	%13,8

Bilanço

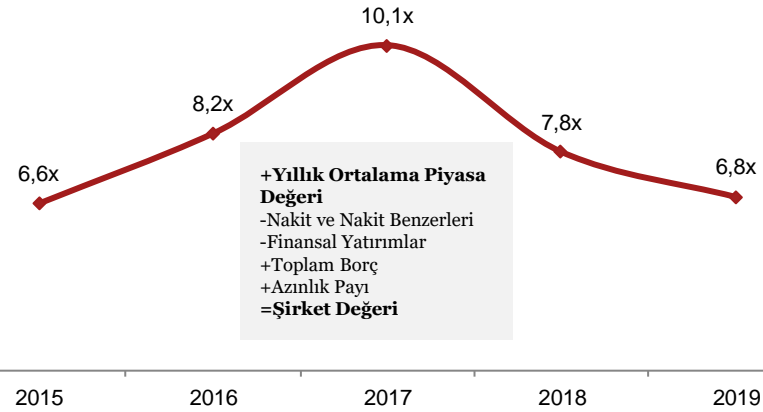
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	4.751	4.466	4.074
Nakit ve Nakit Benzerleri	707	1.533	1.207
Ticari Alacaklar	1.580	1.084	948
Diğer Alacaklar	373	279	318
Stoklar	2.017	1.542	1.341
Diğer Dönen Varlıklar	73	27	259
Duran Varlıklar	7.750	5.480	5.684
Uzun Vadeli Yatırımlar	12	2	1
Maddi Duran Varlıklar	4.288	2.439	2.513
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.083	1.935	1.879
Diğer Duran Varlıklar	1.366	1.104	1.292
Aktif Toplam	12.501	9.946	9.758
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.951	1.739	1.663
Ticari Borçlar	1.258	910	736
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	760	68	74
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	933	761	853
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.451	5.032	5.124
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	2.692	3.075	3.116
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2.759	1.957	2.008
Özkaynaklar	4.098	3.175	2.970
Pasif Toplam	12.501	9.946	9.758

*Son 12 ay Eylül

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Owens Corning

Owens Corning, 1938 yılında kurulmuştur ve merkezi Ohio, ABD'dedir. Şirket; kompozitler, yalıtım ve çatı kaplama olmak üzere 3 bölüm halinde çalışmaktadır. İştirakleri ile birlikte cam elyaf takviyeleri ve kompozitler için malzemeler, konut, ticari ve endüstriyel yapı malzemeleri gibi ürünler üretmektedir.

CAM ELYAF

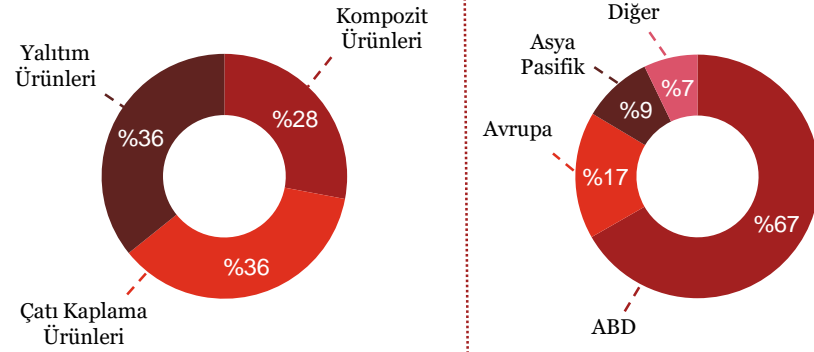
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	6.384	7.057	7.160
Satılan Malın Maliyeti	(4.790)	(5.406)	(5.536)
Brüt Kar	1.594	1.651	1.624
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(674)	(680)	(732)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(85)	(89)	(87)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(55)	(29)	(37)
Esas Faaliyet Karı	780	853	768
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(107)	(117)	(131)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(114)	(33)	(46)
Vergi Öncesi Kar	559	703	591
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(269)	(156)	(186)
Net Kar	290	547	405
FAVÖK	1.134	1.276	1.216
FAVÖK Marj (%)	%17,8	%18,1	%17,0

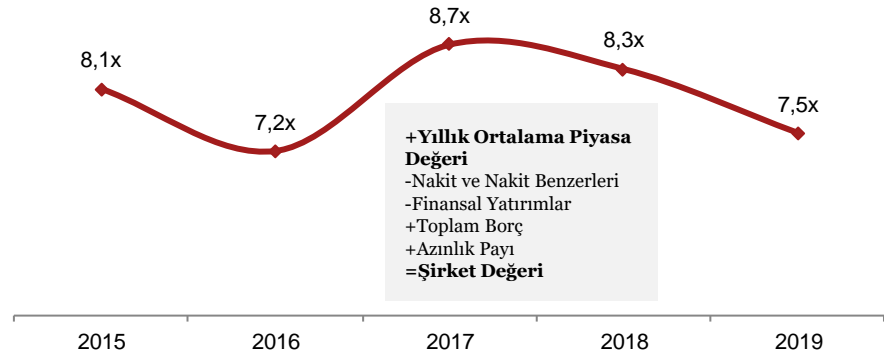
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	1.985	2.020	2.061
Nakit ve Nakit Benzerleri	246	78	172
Ticari Alacaklar	806	794	770
Diğer Alacaklar	-	-	-
Stoklar	841	1.072	1.033
Diğer Dönen Varlıklar	92	76	86
Duran Varlıklar	6.647	7.751	7.945
Uzun Vadeli Yatırımlar	52	51	51
Maddi Duran Varlıklar	3.425	3.811	4.079
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.867	3.728	3.653
Diğer Duran Varlıklar	303	161	162
Aktif Toplam	8.632	9.771	10.006
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.282	1.278	1.329
Ticari Borçlar	834	851	815
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	1	16	20
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	4	9	73
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	443	402	421
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.146	4.169	4.006
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	2.405	3.362	3.124
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	741	807	882
Özkaynaklar	4.204	4.324	4.671
Pasif Toplam	8.632	9.771	10.006

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Nippon Electric Glass Co. Ltd.

Nippon Electric Glass, iştirakleriyle birlikte özel cam ürünleri ve cam makineleri üretmektedir. Şirketin ürün grubunda; gözlük camları, kimyasal güçlendirme camları ve güneş pilleri için camlar gibi ürünler bulunmaktadır. Şirket, 1944 yılında kurulmuş olup, merkezi Otsu, Japonya'da bulunmaktadır.

CAM ELYAF

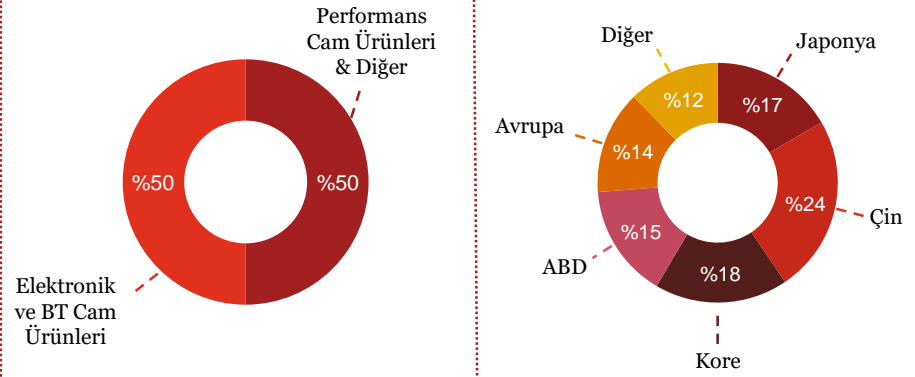
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	2.508	2.737	2.367
Satılan Malın Maliyeti	(1.880)	(2.126)	(1.864)
Brüt Kar	627	612	502
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(295)	(338)	(355)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(47)	(47)	-
Amortisman	(8)	-	(5)
Esas Faaliyet Karı	278	227	141
Finansal Gelirler/Giderler (net)	10	3	12
Diğer Gelirler/Giderler (net)	2	3	(330)
Vergi Öncesi Kar	290	232	(177)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(44)	(89)	(129)
Net Kar	246	143	(306)
FAVÖK	533	498	404
FAVÖK Marjı (%)	%21,3	%18,2	%17,1

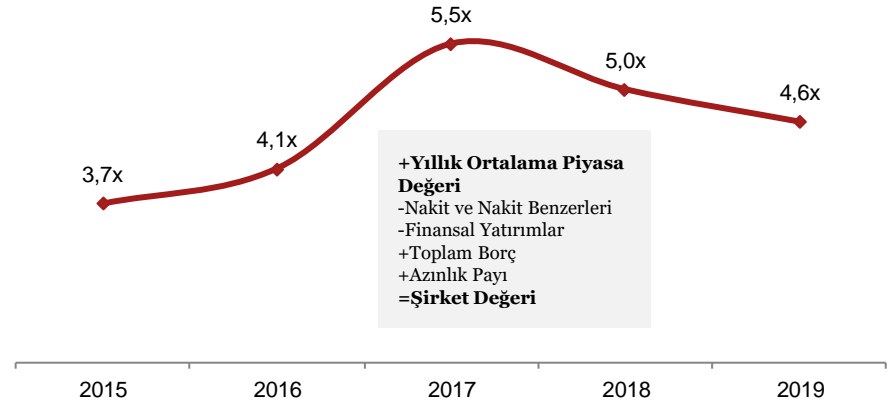
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	2.334	2.305	2.222
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.039	1.064	934
Ticari Alacaklar	541	516	484
Diğer Alacaklar	-	-	-
Stoklar	616	621	754
Diğer Dönen Varlıklar	138	104	50
Duran Varlıklar	4.452	4.308	3.895
Uzun Vadeli Yatırımlar	619	480	506
Maddi Duran Varlıklar	3.496	3.523	3.300
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	311	291	67
Diğer Duran Varlıklar	26	14	21
Aktif Toplam	6.787	6.613	6.117
Kısa Vadeli Yükümlülükler	922	1.030	888
Ticari Borçlar	337	353	321
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	316	304	220
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	-	91	92
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	268	281	255
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.037	830	839
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	737	608	594
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	300	222	244
Özkaynaklar	4.828	4.754	4.391
Pasif Toplam	6.787	6.613	6.117

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

China Jushi Co. Ltd.

Fiberglas ve kumaşlarını üretmekte ve satmakta olan China Jushi Co., Ltd'nin merkezi Tongxiang, Çin'dedir. Şirket, E-cam ve C-cam rovings, doğranmış teller, toz ve emülsiyon doğranmış tel paspaslar ve dokuma rovings dahil olmak üzere bir dizi takviye fiberglas ürünü sunmaktadır.

CAM ELYAF

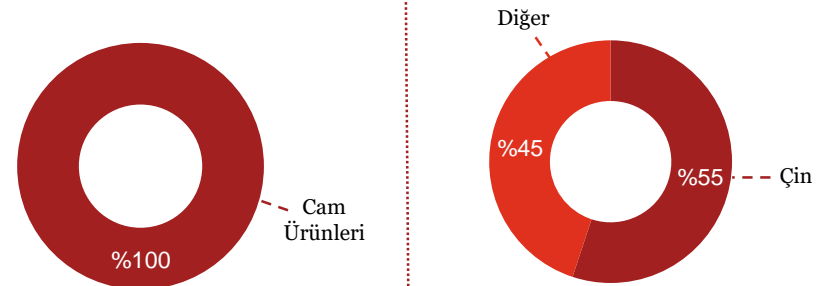
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	1.330	1.459	1.507
Satılan Malın Maliyeti	(721)	(802)	(973)
Brüt Kar	608	656	534
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(125)	(148)	(96)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(39)	(42)	(41)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(14)	(13)	12
Esas Faaliyet Karı	430	454	410
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(46)	(50)	9
Diğer Gelirler/Giderler (net)	5	6	(55)
Vergi Öncesi Kar	389	411	364
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(58)	(64)	(61)
Net Kar	332	347	304
FAVÖK	581	557	568
FAVÖK Marjı (%)	%43,7	%38,2	%37,7

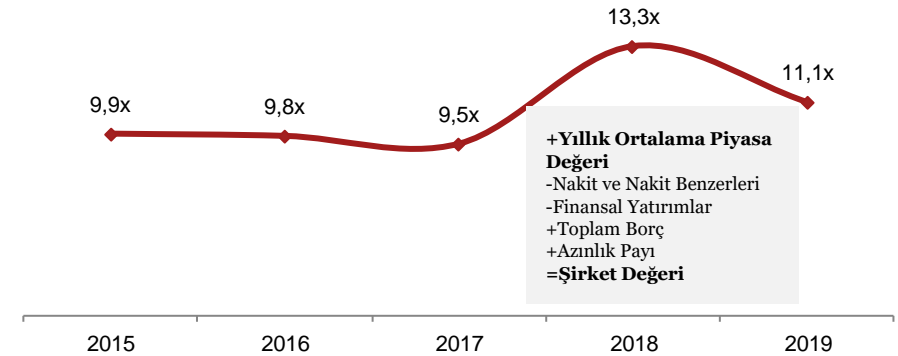
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	1.205	1.058	1.314
Nakit ve Nakit Benzerleri	369	230	208
Ticari Alacaklar	538	489	726
Diğer Alacaklar	15	20	19
Stoklar	204	244	297
Diğer Dönen Varlıklar	78	75	63
Duran Varlıklar	2.605	3.358	3.512
Uzun Vadeli Yatırımlar	182	176	177
Maddi Duran Varlıklar	2.254	2.992	3.129
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	153	156	183
Diğer Duran Varlıklar	16	35	23
Aktif Toplam	3.810	4.416	4.826
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.202	1.794	1.675
Ticari Borçlar	266	447	346
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	691	717	949
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	102	456	57
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	143	174	323
Uzun Vadeli Yükümlülükler	679	502	841
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	651	451	769
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	28	51	73
Özkaynaklar	1.929	2.120	2.309
Pasif Toplam	3.810	4.416	4.826

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Taiwan Glass Ind. Corp.

Taiwan Glass Ind. Corp. 1964 yılında kurulmuştur ve merkezi Taipei City, Tayvan'dadır. Şirketin ürünleri; düzcam, otomatik cam, fotovoltaik cam ve konsantre güneş enerjisi aynaları gibi fotoelektrik cam ve cam elyafıdır.

CAM ELYAF

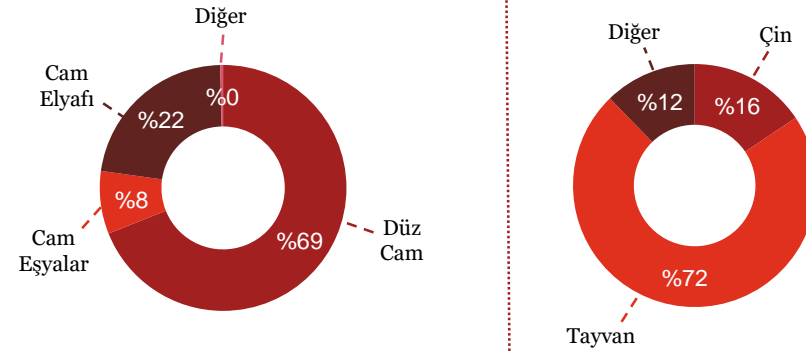
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	1.512	1.506	1.396
Satılan Malın Maliyeti	(1.255)	(1.266)	(1.282)
Brüt Kar	257	240	114
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(156)	(150)	(139)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(12)	(14)	(13)
Esas Faaliyet Karı	89	76	(37)
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(24)	(21)	(23)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	16	(4)	17
Vergi Öncesi Kar	81	51	(44)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(7)	(17)	(10)
Net Kar	73	34	(54)
FAVÖK	267	244	138
FAVÖK Marjı (%)	%17,7	%16,2	%9,9

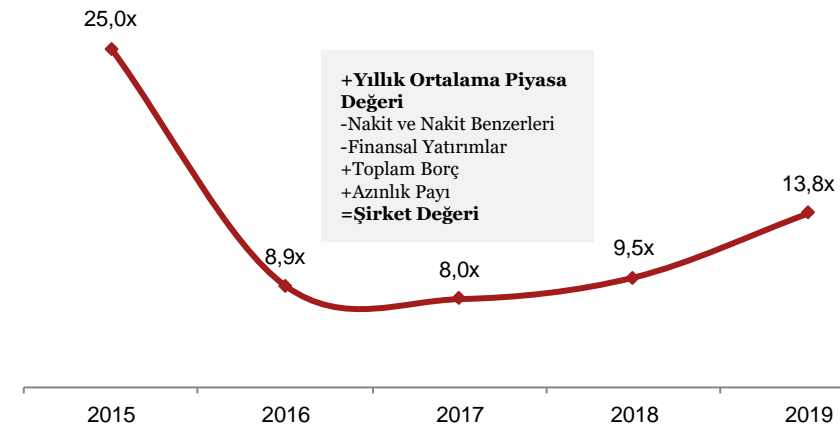
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	848	857	1.047
Nakit ve Nakit Benzerleri	197	170	233
Ticari Alacaklar	328	323	443
Diğer Alacaklar	6	8	7
Stoklar	249	289	302
Diğer Dönen Varlıklar	68	67	62
Duran Varlıklar	1.985	1.922	1.872
Uzun Vadeli Yatırımlar	111	144	150
Maddi Duran Varlıklar	1.751	1.661	1.697
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3	2	2
Diğer Duran Varlıklar	120	116	23
Aktif Toplam	2.832	2.779	2.919
Kısa Vadeli Yükümlülükler	728	760	1.001
Ticari Borçlar	119	101	237
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	343	338	445
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	128	183	201
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	139	138	119
Uzun Vadeli Yükümlülükler	432	460	469
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	355	377	384
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	77	83	84
Özkaynaklar	1.672	1.559	1.449
Pasif Toplam	2.832	2.779	2.919

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Jiangsu Changhai Composite Materials Co. Ltd

Jiangsu Changhai Composite Materials Co. Ltd., 2000 yılında kurulmuştur ve merkezi Changzhou, Çin'dedir. Şirket; AR-GE, üretim, satış ve fiberglas bazlı kompozit malzemelerin üretim ve satışına ilişkin faaliyet göstermektedir. Şirket, 30 ülkede ürünlerini satmaktadır.

CAM ELYAF

Gelir Tablosu

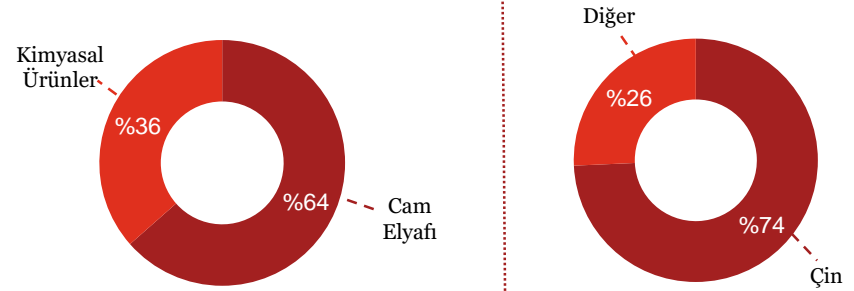
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	312	320	319
Satılan Malın Maliyeti	(233)	(237)	(229)
Brüt Kar	79	82	90
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(30)	(30)	(31)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(10)	(12)	(13)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(3)	(2)	(4)
Esas Faaliyet Karı	35	38	43
Finansal Gelirler/Giderler (net)	2	2	2
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(2)	5	3
Vergi Öncesi Kar	36	44	48
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(5)	(6)	(6)
Net Kar	31	38	42
FAVÖK	53	57	63
FAVÖK Marjı (%)	%17,1	%17,8	%19,9

Bilanço

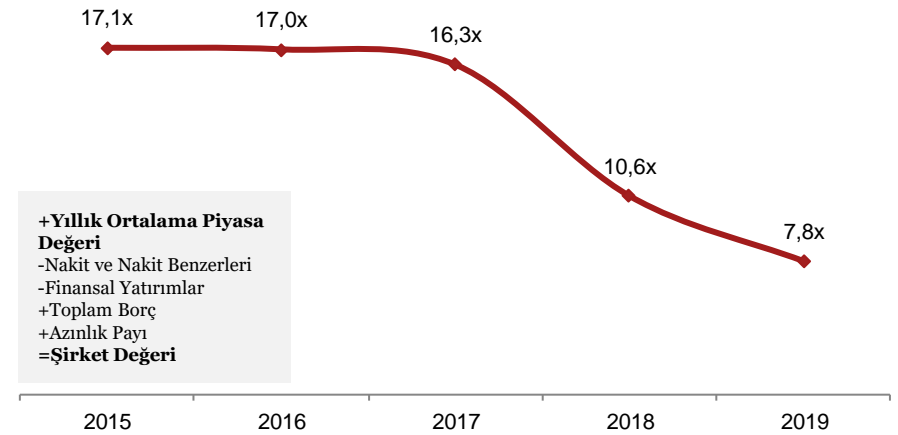
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	248	212	216
Nakit ve Nakit Benzerleri	152	98	88
Ticari Alacaklar	67	80	85
Diğer Alacaklar	1	1	1
Stoklar	26	30	26
Diğer Dönen Varlıklar	4	3	17
Duran Varlıklar	229	244	228
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	198	215	200
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	27	25	23
Diğer Duran Varlıklar	4	5	5
Aktif Toplam	477	456	444
Kısa Vadeli Yükümlülükler	92	80	63
Ticari Borçlar	43	43	40
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	14	25	11
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	24	1	3
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11	11	9
Uzun Vadeli Yükümlülükler	8	9	6
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	-	2	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	8	7	6
Özkaynaklar	377	367	374
Pasif Toplam	477	456	444

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri
 -Nakit ve Nakit Benzerleri
 -Finansal Yatırımlar
 +Toplam Borç
 +Azınlık Payı
 =**Şirket Değeri**

Bluestar Adisseo Company

Bluestar Adisseo Company, 1939 yılında kurulmuştur ve merkezi Pekin, Çin'dedir. Şirket, dünya çapında hayvan beslenmesi için yem katkı maddelerinin araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve satışı ile ilgilenmektedir. Bluestar Adisseo Company, China National Bluestar (Group) Co. Ltd.'nin bir yan kuruluşudur.

VİTAMİN K3 & SMBS

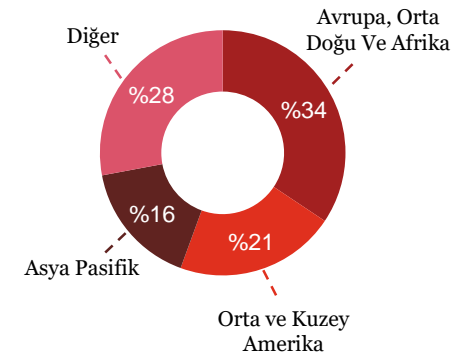
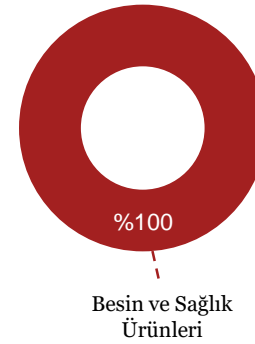
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	1.598	1.660	1.599
Satılan Malın Maliyeti	(975)	(1.083)	(1.057)
Brüt Kar	623	577	543
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(229)	(275)	(275)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(36)	(41)	(41)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(16)	(9)	(12)
Esas Faaliyet Karı	343	252	214
Finansal Gelirler/Giderler (net)	12	14	15
Diğer Gelirler/Giderler (net)	12	(22)	19
Vergi Öncesi Kar	367	244	249
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(109)	(67)	(68)
Net Kar	258	177	181
FAVÖK	468	389	347
FAVÖK Marjı (%)	%29,3	%23,4	%21,7

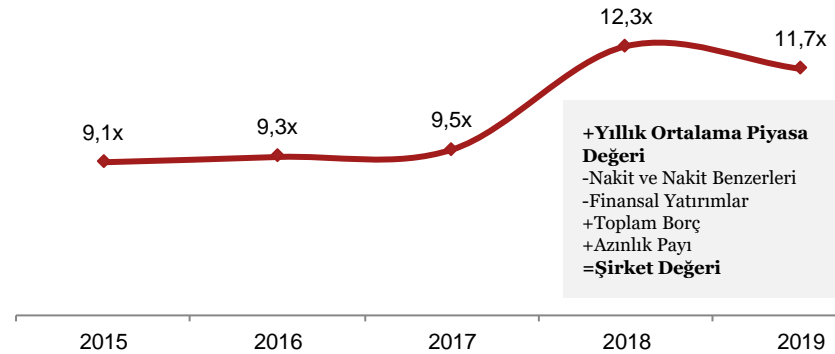
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	1.716	1.365	1.293
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.177	768	760
Ticari Alacaklar	215	241	221
Diğer Alacaklar	8	6	6
Stoklar	246	257	241
Diğer Dönen Varlıklar	69	93	65
Duran Varlıklar	1.562	1.755	1.741
Uzun Vadeli Yatırımlar	3	4	6
Maddi Duran Varlıklar	1.112	1.128	1.148
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	408	568	542
Diğer Duran Varlıklar	40	55	45
Aktif Toplam	3.278	3.119	3.034
Kısa Vadeli Yükümlülükler	430	370	356
Ticari Borçlar	187	178	158
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	0	1	1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	243	191	197
Uzun Vadeli Yükümlülükler	196	220	206
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	2	5	4
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	194	215	202
Özkaynaklar	2.652	2.530	2.472
Pasif Toplam	3.278	3.119	3.034

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

China Chemical & Pharmaceutical Co. Ltd.

VİTAMİN K₃ & SMBS

China Chemical & Pharmaceutical Co. Ltd 1952 yılında kurulmuştur ve merkezi Taipei City, Tayvan'dadır. Şirket, insanlar ve hayvanlar için genel ilaç ve sağlık ürünleri sunmaktadır. Çeşitli reçeteli ilaçlar ve anti-enfeksiyon ilaçları sağlayan şirket; ayrıca vitaminler, karaciğer tonlama maddeleri ve elektrolit ve kalori preparatları içeren besin takviyeleri sunmaktadır.

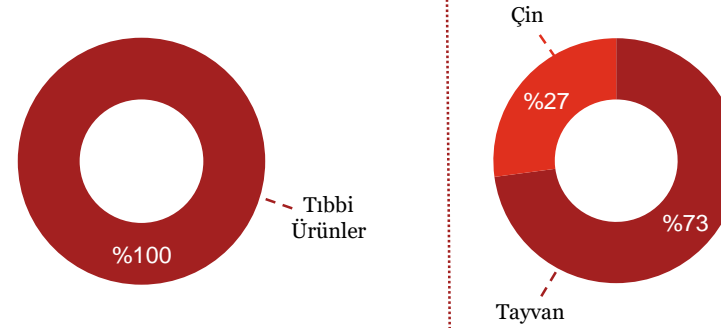
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	211	248	266
Satılan Malın Maliyeti	(146)	(154)	(167)
Brüt Kar	65	94	99
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(44)	(69)	(71)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(12)	(13)	(15)
Esas Faaliyet Karı	9	11	13
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(0)	0	(2)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	3	4	3
Vergi Öncesi Kar	12	15	15
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(2)	(3)	(2)
Net Kar	10	12	13
FAVÖK	18	19	22
FAVÖK Marjı (%)	%8,5	%7,8	%8,1

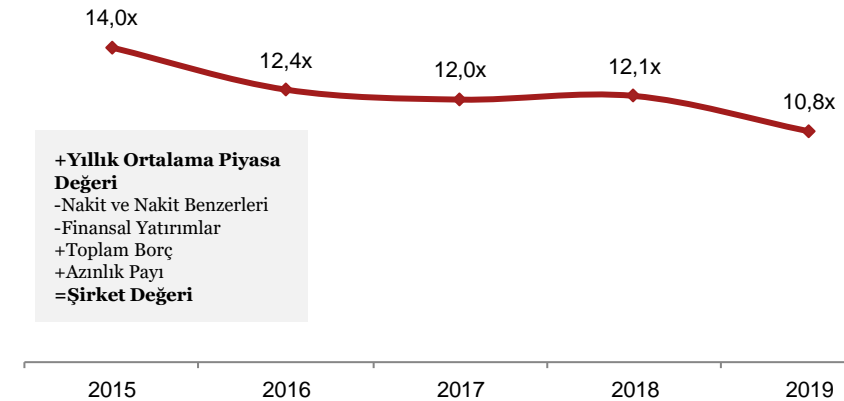
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	159	169	184
Nakit ve Nakit Benzerleri	26	19	26
Ticari Alacaklar	65	69	73
Diğer Alacaklar	7	7	8
Stoklar	57	70	73
Diğer Dönen Varlıklar	4	3	4
Duran Varlıklar	187	183	203
Uzun Vadeli Yatırımlar	38	39	47
Maddi Duran Varlıklar	136	129	145
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	2	1
Diğer Duran Varlıklar	11	13	11
Aktif Toplam	346	352	387
Kısa Vadeli Yükümlülükler	89	94	101
Ticari Borçlar	28	34	30
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	40	37	45
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	-	-	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	21	23	26
Uzun Vadeli Yükümlülükler	69	72	87
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	57	60	77
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	12	10
Özkaynaklar	189	186	199
Pasif Toplam	346	352	387

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Hubei Zhenhua Chemical Co. Ltd.

VİTAMİN K₃ & SMBS

Hubei Zhenhua Kimyasal Co. Ltd. 1967 yılında kurulmuştur ve merkezi Çin'in Huangshi bölgesindedir. Çin'de krom tuzlarının araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve pazarlanması doğrultusunda faaliyet göstermektedir. Şirket; sodyum bikromat ve dikromat, kromik asit anhidrit, kristal kromik asit anhidrit, sıvı kromik anhidrit, krom oksit yeşili, kromik trioksit, potasyum dikromat, bazik krom sülfat, K₃ vitamini, sodyum sülfat, alüminyum hidroksit vb. ürünler üretmektedir.

Gelir Tablosu

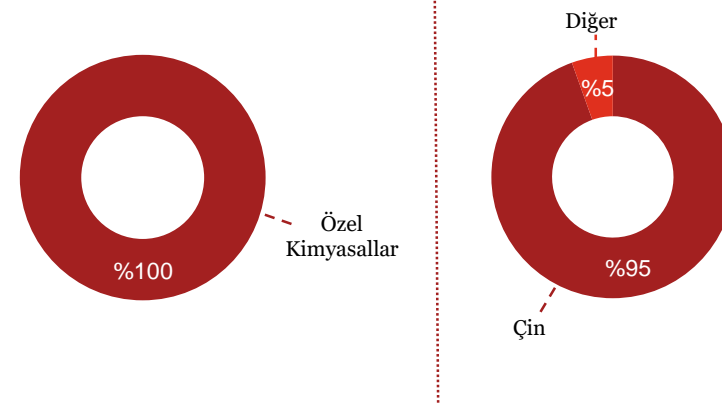
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	182	204	199
Satılan Malın Maliyeti	(138)	(146)	(144)
Brüt Kar	44	58	55
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(19)	(22)	(24)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(6)	(7)	(6)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(2)	(3)	(3)
Esas Faaliyet Karı	17	26	22
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(0)	0	0
Diğer Gelirler/Giderler (net)	0	(1)	(1)
Vergi Öncesi Kar	17	24	22
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(2)	(3)	(1)
Net Kar	15	21	21
FAVÖK	27	36	33
FAVÖK Marjı (%)	%15,1	%17,6	%16,5

Bilanço

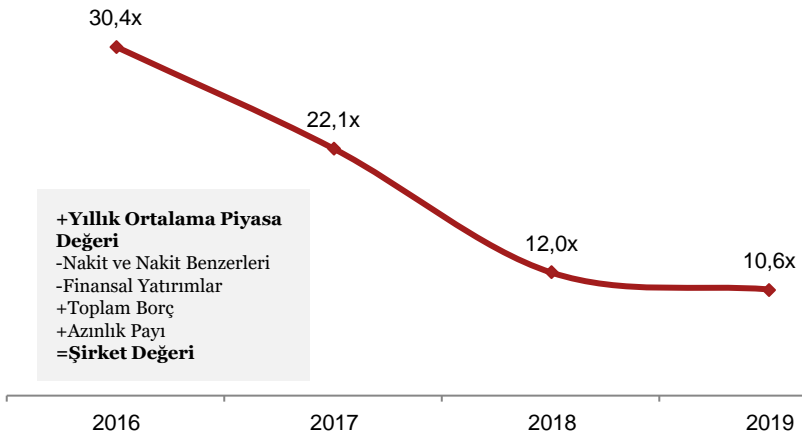
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	96	110	112
Nakit ve Nakit Benzerleri	20	25	33
Ticari Alacaklar	54	60	52
Diğer Alacaklar	0	1	1
Stoklar	18	17	17
Diğer Dönen Varlıklar	4	8	10
Duran Varlıklar	92	86	92
Uzun Vadeli Yatırımlar	-	-	4
Maddi Duran Varlıklar	86	79	79
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	6	5	5
Diğer Duran Varlıklar	1	2	4
Aktif Toplam	188	197	204
Kısa Vadeli Yükümlülükler	15	14	15
Ticari Borçlar	8	7	10
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7	8	6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	2	3
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	-	-	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2	2	3
Özkaynaklar	172	180	186
Pasif Toplam	188	197	204

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Brother Enterprises Holding Co. Ltd.

Brother Enterprises, vitamin ve deri kimyasalları üretmektedir. Deri kimyasalları arasında tabaklama maddeleri, yağlar, terbiye maddeleri, yardımcı maddeler ve krom tozları bulunmaktadır. Şirket, ayrıca B1 ve K3 vitamini üretimi de yapmaktadır. Brother Enterprises 1991 yılında kurulmuştur ve Haining, Çin merkezlidir.

VİTAMİN K3 & SMBS

Gelir Tablosu

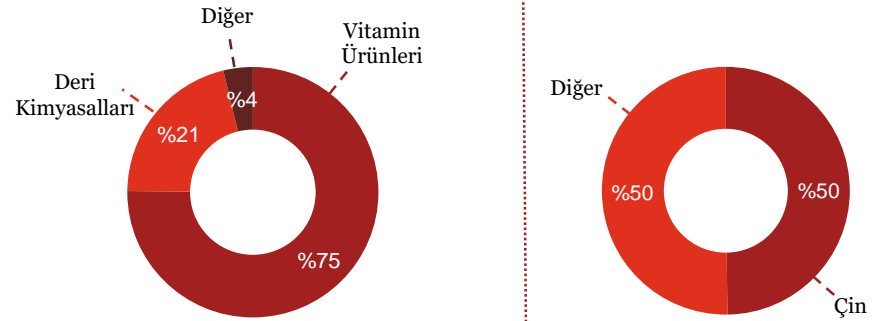
(m \$)	MY17	MY18	MY19*
Net Satışlar	240	206	173
Satılan Malın Maliyeti	(126)	(159)	(135)
Brüt Kar	115	47	39
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(26)	(25)	(30)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(10)	(11)	(10)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(4)	(2)	(3)
Esas Faaliyet Karı	74	8	(4)
Finansal Gelirler/Giderler (net)	2	0	(1)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(3)	1	3
Vergi Öncesi Karı	73	9	(3)
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(11)	(6)	(2)
Net Kar	62	3	(5)
FAVÖK	91	29	20
FAVÖK Marjı (%)	%37,9	%14,2	%11,5

Bilanço

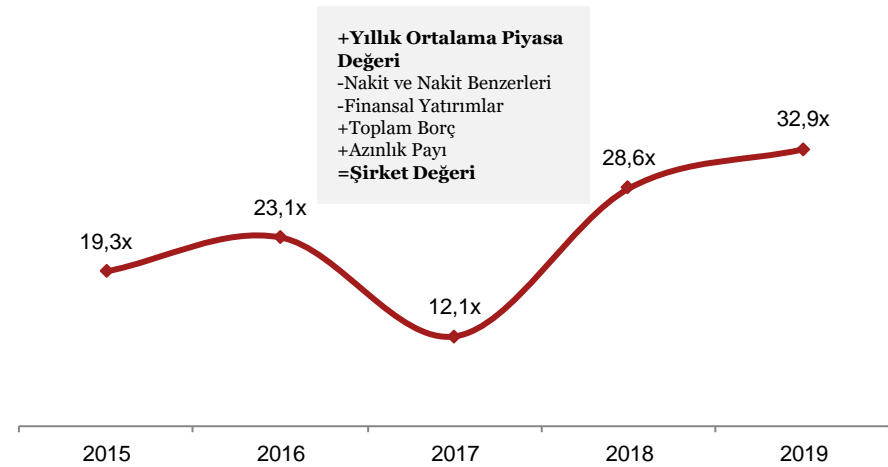
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019
Dönen Varlıklar	296	210	161
Nakit ve Nakit Benzerleri	173	116	63
Ticari Alacaklar	55	38	28
Diğer Alacaklar	0	1	1
Stoklar	47	42	48
Diğer Dönen Varlıklar	20	14	22
Duran Varlıklar	236	311	357
Uzun Vadeli Yatırımlar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	211	288	333
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	19	17	16
Diğer Duran Varlıklar	6	6	8
Aktif Toplam	533	521	518
Kısa Vadeli Yükümlülükler	94	113	133
Ticari Borçlar	69	103	91
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	0	-	34
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısım	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	24	10	8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	88	80	64
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	88	79	64
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	0	0
Özkaynaklar	351	328	321
Pasif Toplam	533	521	518

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Genebiotech Co. Ltd.

Bir fermantasyon şirketi olan Genebiotech Co. Ltd. 2000 yılında kurulmuştur ve merkezi Gongju'dur. Şirket, hayvan kaynakları, tarım, gıda, ilaç vb. alanlarda biyolojik kaynakları araştırmakta, geliştirmekte, üretmekte ve satmaktadır.

VİTAMİN K3 & SMBS

Gelir Tablosu

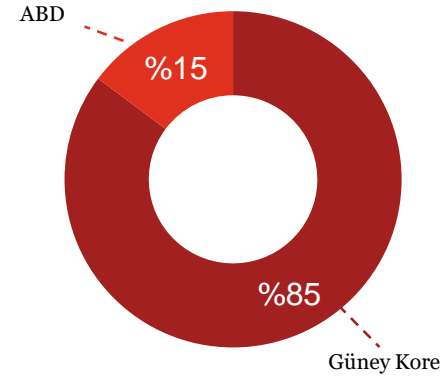
(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	52	56	50
Satılan Malın Maliyeti	(43)	(43)	(42)
Brüt Kar	9	13	8
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(6)	(6)	(6)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(1)	(1)	(1)
Amortisman	(0)	(0)	(0)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(0)	(0)	(0)
Esas Faaliyet Karı	2	6	1
Finansal Gelirler/Giderler (net)	-	-	-
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(0)	(1)	(0)
Vergi Öncesi Kar	2	5	0
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(0)	(3)	(0)
Net Kar	2	2	(0)
FAVÖK	4	7	2
FAVÖK Marjı (%)	%6,9	%12,4	%4,3

Bilanço

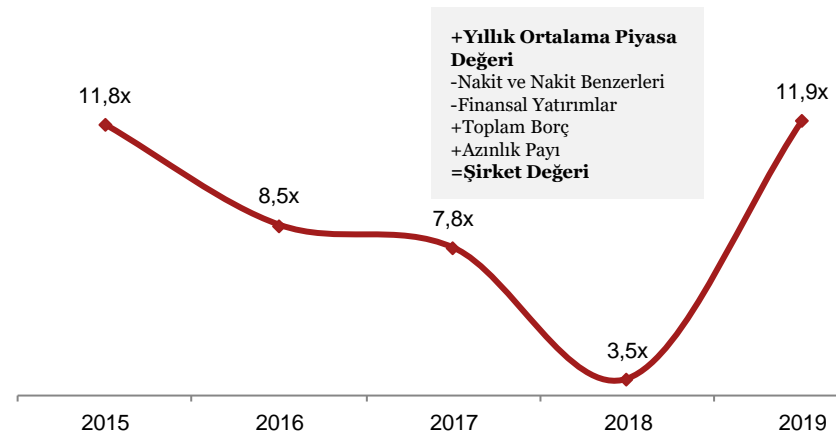
(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	29	43	38
Nakit ve Nakit Benzerleri	14	27	22
Ticari Alacaklar	8	8	7
Diğer Alacaklar	0	0	0
Stoklar	7	7	9
Diğer Dönen Varlıklar	0	0	0
Duran Varlıklar	27	22	21
Uzun Vadeli Yatırımlar	8	4	3
Maddi Duran Varlıklar	17	16	16
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	1	1
Diğer Duran Varlıklar	1	1	1
Aktif Toplam	56	65	59
Kısa Vadeli Yükümlülükler	11	13	9
Ticari Borçlar	3	3	2
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	5	4	2
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısımı	-	-	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3	6	4
Uzun Vadeli Yükümlülükler	9	12	13
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	7	11	13
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1	1	0
Özkaynaklar	36	41	38
Pasif Toplam	56	65	59

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



Eagle Veterinary Technology Co. Ltd.

Eagle Veterinary Technology Co, Ltd 1970 yılında kurulmuştur ve merkezi Yesan, Güney Kore'dedir. Şirket; antibiyotikler, antibakteriyeller, antelmintikler, antihistaminikler ve domuz, kümes hayvanları ve sığırlar için enjekte edilebilir yem katkı maddeleri, oral sıvılar ve çözünürlük tozlar üretmektedir.

VİTAMİN K3 & SMBS

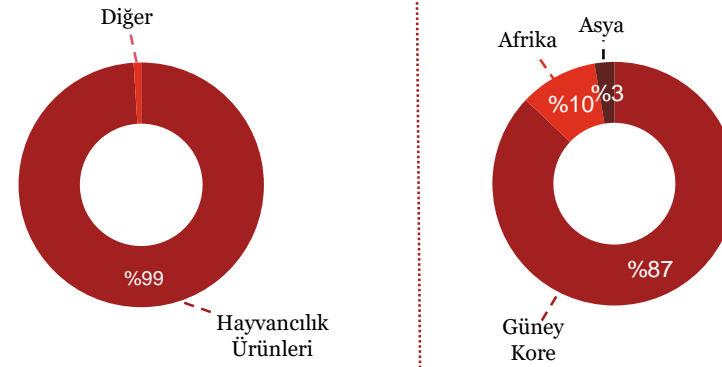
Gelir Tablosu

(m \$)	MY17	MY18	MY19
Net Satışlar	32	27	30
Satılan Malın Maliyeti	(22)	(20)	(22)
Brüt Kar	10	7	8
Genel Yönetim, Pazarlama ve Satış Giderleri	(7)	(6)	(6)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(0)	(0)	(0)
Amortisman	(0)	(0)	(0)
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (net)	(0)	(0)	(0)
Esas Faaliyet Karı	3	1	1
Finansal Gelirler/Giderler (net)	(0)	(0)	(0)
Diğer Gelirler/Giderler (net)	(1)	0	(0)
Vergi Öncesi Kar	2	1	1
Dönem Karı Vergi Karşılıkları	(0)	(0)	(0)
Net Kar	1	1	1
FAVÖK	4	3	3
FAVÖK Marjı (%)	%13,4	%9,7	%10,9

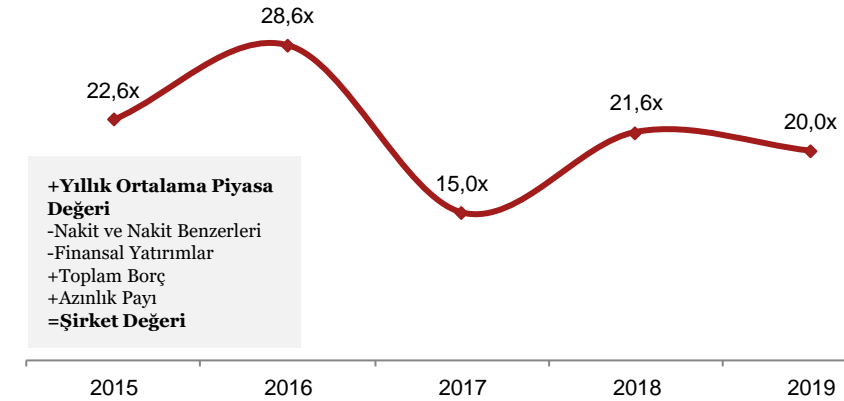
Bilanço

(m \$)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Dönen Varlıklar	20	18	19
Nakit ve Nakit Benzerleri	2	1	2
Ticari Alacaklar	6	5	6
Diğer Alacaklar	1	1	1
Stoklar	11	10	9
Diğer Dönen Varlıklar	0	1	0
Duran Varlıklar	27	24	21
Uzun Vadeli Yatırımlar	0	0	0
Maddi Duran Varlıklar	25	22	20
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	1	2	1
Aktif Toplam	47	41	40
Kısa Vadeli Yükümlülükler	13	7	6
Ticari Borçlar	3	2	1
Kısa Vadeli Mali Yükümlülükler	5	2	1
Uzun Vadeli Borçların Cari Dönemle İlgili Kısmı	2	2	2
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2	2	2
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	3	3
Uzun Vadeli Mali Yükümlülükler	4	3	3
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	0	0
Özkaynaklar	30	31	31
Pasif Toplam	47	41	40

Satışların Ürün Grubu ve Coğrafi Bazda Kırılımı (%)



Yıllık ŞD/FAVÖK Değişimi (x)



+Yıllık Ortalama Piyasa Değeri
-Nakit ve Nakit Benzerleri
-Finansal Yatırımlar
+Toplam Borç
+Azınlık Payı
=Şirket Değeri

Kaynak: Şirket Denetim ve Faaliyet Raporları, Capital IQ

Beta ve AOSM Analizi

Beta (1/13)

TRKCM – Mimari Cam

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Compagnie de Saint-Gobain S.A.	Fransa	0,99	22.269	%57	%33	0,72
Fuyao Glass Industry Group Co., Ltd.	Çin	0,77	8.449	%16	%25	0,69
AGC Inc.	Japonya	1,14	8.011	%67	%31	0,78
Xinyi Glass Holdings Limited	Hong Kong	1,11	5.325	%29	%17	0,89
Zhuzhou Kibing Group Co.,Ltd	Çin	1,03	2.119	%29	%25	0,85
CSG Holding Co., Ltd.	Çin	0,96	1.790	%45	%25	0,72
Vitro, S.A.B. de C.V.	Meksika	0,90	1.060	%40	%30	0,70
Ortalama		0,99		%40,4		0,76

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (2/13)

TRKCM – Otomotiv Camı

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Fuyao Glass Industry Group Co., Ltd.	Çin	0,77	8.449	%16	%25	0,69
Standard Motor Products, Inc.	ABD	1,00	1.195	%6	%21	0,96
Mahle Metal Leve S.A.	Brezilya	0,62	919	%12	%34	0,57
Shandong Gold Phoenix Co.,Ltd	Çin	0,70	523	%10	%25	0,65
Suprajit Engineering Limited	Hindistan	0,97	387	%12	%35	0,90
Cayman Engley Industrial Co., Ltd.	Cayman	1,05	378	%42	%0	0,74
Feilong Auto Components Co., Ltd.	Çin	0,94	359	%11	%25	0,87
Fras-le S.A.	Brezilya	0,84	304	%41	%34	0,66
Iron Force Industrial Co., Ltd.	Tayvan	0,75	303	%1	%17	0,74
P.C.S. Machine Group Holding PCL	Tayland	0,78	297	%0	%20	0,78
SNT Corporation	Japonya	0,72	203	%6	%31	0,70
Automotive Axles Limited	Hindistan	1,08	177	%2	%35	1,06
Steel Strips Wheels Limited	Hindistan	1,20	168	%94	%35	0,74
JBM Auto Limited	Hindistan	1,46	163	%56	%35	1,07
Sterling Tools Limited	Hindistan	1,07	109	%15	%35	0,98
The Hi-Tech Gears Limited	Hindistan	1,28	44	%40	%35	1,01
Shivam Autotech Limited	Hindistan	1,47	32	%75	%35	0,98
Triton Valves Limited	Hindistan	1,06	13	%49	%35	0,80
News World Wu Company	Tayvan	0,78	12	%59	%17	0,52
Ortalama		0,98		%28,9		0,81

Otomotiv Camı İş Kolu, küresel otomotiv üreticileriyle yapılan uzun vadeli sözleşmeler üzerinden Orijinal Ekipman İmalatı (OEİ) yapmaktadır. Otomotiv Camı İş Kolu altındaki şirketlerin, üretim yapısı ve içinde buldukları pazar yapısı göz önünde bulundurulduğunda, çalışma kapsamında kullanılacak betanın belirlenmesinde, Orijinal Ekipman İmalatı (OEİ) yapan halka açık şirketlerin dikkate alınması gerektiği anlaşılmıştır.

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (3/13)

ANACM

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Ardagh Group S.A.	Luksemburg	1,15	4.628	%198	%29	0,48
Vidrala, S.A.	İspanya	0,60	2.858	%25	%25	0,50
Gerresheimer AG	Almanya	0,87	2.431	%46	%30	0,66
O-I Glass, Inc.	ABD	1,42	1.857	%208	%21	0,54
Zignago Vetro S.p.A.	İtalya	0,72	1.250	%32	%31	0,59
Vetropack Holding AG	İsviçre	0,84	1.245	%8	%18	0,79
Verallia Deutschland AG	Almanya	0,40	572	%36	%30	0,32
Cristalerías de Chile S.A.	Şili	0,95	451	%33	%24	0,76
BG Container Glass	Tayland	1,05	317	%108	%20	0,56
Ortalama		0,89		%77,1		0,58

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (4/13)

PASAB

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Nadir Figueiredo Indústria e Comércio S.A.	Brezilya	0,72	1.415	%76	%34	0,48
La Opala RG Limited	Hindistan	0,61	1.354	%0	%35	0,61
King's Flair International (Holdings) Limited	Hong Kong	0,63	631	%8	%17	0,59
Kütahya Porselen Sanayi Anonim Şirketi	Türkiye	0,78	264	%5	%20	0,75
Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	0,91	125	%31	%20	0,73
Ocean Glass Public Company Limited	Tayland	0,86	106	%103	%20	0,47
Ortalama		0,75		%37,2		0,61

Cam ev eşyası sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin PASAB ile aynı finansal büyüklükte olmaması ve finansal çıktıların anlamlı sonuç vermeyeceği düşünüldüğü için varlık betası için kullanılan şirketlerin bir kısmı karşılaştırılabilir şirket analizinde dikkate alınmamıştır.

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.
Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (5/13)

SODA

Soda Sanayii A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Solvay SA	Belçika	0,87	71.155	%46	%34	0,67
Genesis Energy, L.P.	ABD	1,19	14.938	%115	%21	0,63
Tata Chemicals Limited	Hindistan	1,16	14.207	%59	%35	0,84
Tangshan Sanyou Chemical Industries Co.,Ltd	Çin	0,99	11.150	%63	%25	0,67
Chengdu Wintrube Holding Co., Ltd.	Çin	0,69	4.238	%62	%25	0,47
Shandong Jinjing Science and Technology Stock Co., Ltd.	Çin	1,00	3.517	%34	%25	0,80
Ciech S.A.	Polonya	0,73	3.286	%60	%19	0,50
Ciner Resources LP	ABD	1,06	2.081	%26	%21	0,88
Ortalama				%58,1		0,68

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Elementis plc	İngiltere	1,09	8.176	%21	%20	0,93
Brother Enterprises Holding Co.,Ltd.	Çin	1,09	3.734	%7	%25	1,04
Hubei Zhenhua Chemical Co.,Ltd.	Çin	0,41	2.233	%0	%25	0,41
Nippon Chemical Industrial Co., Ltd.	Japonya	1,05	1.519	%67	%31	0,71
Wata Chemicals Limited	Bangladeş	1,03	380	%22	%25	0,89
Vishnu Chemicals Limited	Hindistan	2,09	135	%112	%35	1,21
Ortalama				%38,2		0,86
Ağırlıklı Ortalama Beta						0,73
Ağırlıklı Ortalama Borç/Sermaye %						%52

Soda ve krom şirketleri için belirlenen sermaye betaları projeksiyon dönemi gelir kırılımı projeksiyonları oranında ağırlıklandırılarak ortalama sermaye betası ve ağırlıklı ortalama borç/sermaye oranı elde edilmiştir.

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (6/13)

SODA

Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Owens Corning	ABD	1,15	42.154	%42	%21	0,87
LANXESS Aktiengesellschaft	Almanya	1,24	34.931	%54	%30	0,90
China Jushi Co., Ltd.	Çin	1,08	32.624	%37	%25	0,85
Nippon Electric Glass Co., Ltd.	Japonya	1,10	12.913	%36	%31	0,89
Taiwan Glass Ind. Corp.	Tayvan	0,91	6.594	%78	%17	0,55
Jiangsu Changhai Composite Materials Co., Ltd	Çin	0,87	4.045	%4	%25	0,84
Ortalama		1,06		%41,8		0,82

Oxyvit Kimya Sanayii Ve Tic. A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Bluestar Adisseo Company	Çin	0,81	25.349	%0	%25	0,81
Brother Enterprises Holding Co.,Ltd.	Çin	1,09	3.734	%7	%25	1,04
Hubei Zhenhua Chemical Co.,Ltd.	Çin	0,41	2.233	%0	%25	0,41
China Chemical & Pharmaceutical Co., Ltd.	Tayvan	0,78	1.138	%54	%17	0,54
Eagle Veterinary Technology Co.,Ltd	Güney Kore	0,46	437	%15	%24	0,41
Genebiotech Co., Ltd.	Güney Kore	1,46	249	%35	%24	1,15
Ortalama		0,84		%18,6		0,73

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (7/13) SODA

Seçilen şirketler, **Şişecam Bulgaria EOOD**, **Şişecam Soda Lukavac D.O.O.**, **Solvay Şişecam Holding AG** ve **Pacific Soda LLC** şirketleri için karşılaştırılabilir şirketler analizinde kullanılmıştır.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Solvay SA	Belçika	0,87	71.155	%46	%34	0,67
Genesis Energy, L.P.	ABD	1,19	14.938	%115	%21	0,63
Tata Chemicals Limited	Hindistan	1,16	14.207	%59	%35	0,84
Tangshan Sanyou Chemical Industries Co.,Ltd	Çin	0,99	11.150	%63	%25	0,67
Chengdu Wintrue Holding Co., Ltd.	Çin	0,69	4.238	%62	%25	0,47
Shandong Jinjing Science and Technology Stock Co., Ltd.	Çin	1,00	3.517	%34	%25	0,80
Ciech S.A.	Polonya	0,73	3.286	%60	%19	0,50
Ciner Resources LP	ABD	1,06	2.081	%26	%21	0,88
Ortalama		0,96		%58,1		0,68

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (8/13)

SODA

Cromital S.p.A

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Elementis plc	İngiltere	1,09	8.176	%21	%20	0,93
Brother Enterprises Holding Co.,Ltd.	Çin	1,09	3.734	%7	%25	1,04
Hubei Zhenhua Chemical Co.,Ltd.	Çin	0,41	2.233	%0	%25	0,41
Nippon Chemical Industrial Co., Ltd.	Japonya	1,05	1.519	%67	%31	0,71
Wata Chemicals Limited	Bangladeş	1,03	380	%22	%25	0,89
Vishnu Chemicals Limited	Hindistan	2,09	135	%112	%35	1,21
Ortalama		1,13		%38,2		0,86

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (9/13)

SISE

Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Ardagh Group S.A.	Luksemburg	1,15	4.628	%198	%29	0,48
Vidrala, S.A.	İspanya	0,60	2.858	%25	%25	0,50
Gerresheimer AG	Almanya	0,87	2.431	%46	%30	0,66
O-I Glass, Inc.	ABD	1,42	1.857	%208	%21	0,54
Zignago Vetro S.p.A.	İtalya	0,72	1.250	%32	%31	0,59
Vetropack Holding AG	İsviçre	0,84	1.245	%8	%18	0,79
Verallia Deutschland AG	Almanya	0,40	572	%36	%30	0,32
Cristalerías de Chile S.A.	Şili	0,95	451	%33	%24	0,76
BG Container Glass	Tayland	1,05	317	%108	%20	0,56
Ortalama		0,89		%77,1		0,58

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (10/13)

SISE

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

Sermaye Betası	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Trakya Cam Sanayii A.Ş.	1,00	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Şişecam Otomotiv A.Ş.	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
OOO Ruscam Glass Packaging Holding	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Soda Sanayii A.Ş.	1,03	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Ağırlıklı Ortalama Beta	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99

SC için sermaye beta tahmini yapılırken, buldukları ana iş kollarının lideri konumunda olan ve SC seviyesinde telif hakkı geliri yaratan topluluk şirketleri için tahmin edilmiş sermaye betaları telif hakkı gelirleri ile oranlanarak her yıl için hesaplanan ağırlık ortalama sermaye beta verisi dikkate alınmıştır.

Şişecam Dış Ticaret A.Ş.

Sermaye Betası	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Camiş Madencilik A.Ş.	0,96	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Oxyvit Kimya San. ve Tic. A.Ş.	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84
Paşabahçe Mağazaları A.Ş.	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Şişecam Otomotiv A.Ş.	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Şişecam Elyaf Sanayi A.Ş.	1,08	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Camiş Ambalaj Sanayi A.Ş.	0,92	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Paşabahçe Cam San. ve Tic. A.Ş.	0,78	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Soda Sanayi A.Ş.	1,03	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Trakya Cam Sanayii A.Ş.	1,00	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Ağırlıklı Ortalama Beta	0,96	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97

DT için sermaye beta tahmini yapılırken, DT üzerindeki ticaret hacmini yaratan topluluk şirketlerinin her yıl için DT'ye satışlarının parasal değeri ile söz konusu şirketlerin beta tahminleri dikkate alınarak hesaplanmış ağırlıklı ortalama sermaye beta verisi dikkate alınmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Beta (11/13)

SISE

Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	Türkiye	0,73	370
Aksigorta A.S.	Türkiye	0,85	313
Günes Sigorta Anonim Şirketi	Türkiye	1,04	198
Halk Sigorta A.S.	Türkiye	0,83	116
Ray Sigorta Anonim Şirketi	Türkiye	0,84	94
Ortalama		0,86	

Camiş Elektrik Üretim A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
Shanxi Zhangze Electric Power Co., LTD.	Çin	1,06	1.074	%241	%25	0,38
Enel Generación Costanera S.A.	Arjantin	0,93	163	%53	%35	0,70
Altern Energy Limited	Pakistan	0,54	71	%42	%32	0,42
Saif Power Limited	Pakistan	0,70	52	%77	%32	0,46
Ortalama		0,81		%103,3		0,49

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Beta (12/13) SISE

Seçilen şirketler, **Camiş Madencilik A.Ş.**, **Madencilik Sanayii ve Tic. A.Ş.**, **Camiş Egypt Mining Ltd. Co.** ve **Rudnik Krecnjaka Vijenac D.O.O.** şirketleri için karşılaştırılabilir şirketler analizinde kullanılmıştır.

Şirket Adı	Varlık Betası
Trakya Cam Sanayii A.Ş.	0,76
Paşabahçe Cam Sanayii ve Tic. A.Ş.	0,61
Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	0,58
Ağırlıklı Ortalama Beta*	0,67

Maden şirketleri satışlarını ağırlıklı olarak topluluk içi düzcam, cam ambalaj ve cam ev eşyası şirketlerine yapması sebebiyle beta analizinde ilgili şirketleri için kullanılan betalar ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Beta (13/13)

SISE

Camiş Ambalaj Sanayii A.Ş.

Şirket Adı	Ülke	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)*	5 Yıllık Ort. B/S Oranı	Vergi Oranı	Varlık Betası
WestRock Company	ABD	1,46	65.934	%69	%21	0,94
Smurfit Kappa Group plc	İrlanda	1,06	54.178	%61	%13	0,69
Mayr-Melnhof Karton AG	Avusturya	0,63	15.973	%13	%25	0,57
Xiamen Hexing Packaging Printing Co., Ltd.	Çin	0,82	4.018	%28	%25	0,68
Zhejiang Jingxing Paper Joint Stock Co., Ltd.	Çin	1,09	3.172	%31	%25	0,89
Tailim Packaging Co., Ltd.	Güney Kore	0,61	1.507	%86	%24	0,37
Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.S.	Türkiye	0,74	1.106	%2	%20	0,73
Mondi Tire Kutsan Kagit ve Ambalaj Sanayi A.S.	Türkiye	0,97	828	%62	%20	0,65
Dynapac Co., Ltd.	Japonya	0,66	799	%19	%31	0,58
Sambo Corrugated Board Co., Ltd.	Güney Kore	0,90	682	%98	%24	0,52
Olmuksan International Paper Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	Türkiye	0,95	509	%38	%20	0,73
Korea Export Packaging Industrial Co.,Ltd	Güney Kore	0,85	408	%31	%24	0,69
Daelim Paper Co.,Ltd.	Güney Kore	1,12	291	%92	%24	0,66
Hop Fung Group Holdings Limited	Hong Kong	1,31	240	%44	%17	0,96
Bien Hoa Packaging Company	Vietnam	0,45	220	%40	%22	0,34
Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.S.	Türkiye	1,00	111	%71	%20	0,64
Shree Ajit Pulp and Paper Limited	Hindistan	0,90	74	%57	%35	0,66
Worth Peripherals Limited	Hindistan	0,84	66	%8	%35	0,80
Ortalama		0,91		%47,2		0,67

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama Yöntemi

Parametre	Hesaplama	Açıklama
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	a	Çalışma kapsamında kullanılan RFO tahmin yöntemi takip eden sayfalarda detaylı olarak açıklanmıştır.
Varlık Betası	b	Karşılaştırılabilir şirket analizinden çıkan ortalama varlık betası dikkate alınmıştır (Miller - Modigliani formülü baz alınarak sermaye betaları borçtan arındırılmış ve varlık betalarına dönüştürülmüştür: Varlık Betası = Sermaye Betası / (1+ Borç/ Sermaye*(1-Vergi Oranı)).
Borç/Sermaye Oranı	c	Karşılaştırılabilir şirket analizinden çıkan ortalama 5 yıllık Borç / Sermaye oranları dikkate alınmıştır.
Hedef Kaldıraç Oranı	$d=(1/(1+1/c))$	Hedef Kaldıraç Oranı = Borç / (Borç + Sermaye)
Sermaye Betası	$e=b*(1+c*(1-j))$	Sermaye Betası: Varlık Betası*(1+B/S*(1-Vergi Oranı))
Piyasa Risk Primi (PRP)	f	Tarihsel, ortalama hisse senedi piyasası getirisi ile risksiz faiz oranları arasında oluşan getiri farkı dikkate alınmıştır.
İş Risk Primi	g	Uygun görülmesi durumunda şirketlere ek risk primi uygulanmıştır. Şirket bazlı sunulan AOSM sayfalarında, ek iş risk primi uygulanması durumunda sebebi açıklanmıştır.
Sermaye Maliyeti	$h=a+e*f+g$	Sermaye Maliyeti = (RFO) + Sermaye Betası x (PRP) + (İş Risk Primi)
Vergi Oranı	i	İlgili şirketin tabi olduğu Kurumlar Vergisi oranı dikkate alınmıştır.
Borç Primi	j	SISE'nin 14 Mart 2019 tarihinde ihraç ettiği ve 14 Mart 2026 tarihinde tamamen itfa olacak 700m \$ tutarındaki tahvilin getirisi ve 2026 yılı vadeli TC Devlet Tahvili getirisi arasındaki ortalama getiri farkı borç priminin belirlenmesinde dikkate alınmıştır. Tahvil ihracıyla yaratılan nakit girişi, SISE çatısı altında bulunan şirketlere ihtiyaçları yönünde dağıtılmaktadır. Dolayısıyla, SISE çatısı altındaki bütün şirketlere aynı borç primi uygulanmıştır.
Borç Maliyeti	$k=(a+j)*(1-i)$	Borç Maliyeti = (RFO + Borç Primi)*(1-Vergi Oranı)
Vergi Sonrası AOSM	$l= k*d+h*(1-d)$	AOSM =[(Sermaye maliyeti * (1-Borç/(Borç + Sermaye)))] + [Borç maliyeti *(Borç/(Borç + Sermaye))]

Kaynak: PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

RFO Tahmin Yöntemi (1/2)

RFO Tahmin yöntemi, iş planı dönemi boyunca değerlendirme çalışmalarında değişen bir RFO dolayısıyla değişen bir AOSM oranının dikkate alınmasına yol açmaktadır.

"Dolaylı" Tahmin Metodu



Sonuçlar – Ülke/Bölge Risk Primler & Riskless Getiri Bazı

Ülke/Bölge	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	%4,7	%3,6	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2
Rusya	%1,8	%1,8	%1,7	%1,7	%1,7	%1,7
İtalya	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8
Hindistan	%2,4	%1,8	%1,2	%1,2	%1,2	%1,2
Mısır	%5,3	%4,4	%3,5	%3,5	%3,5	%3,5
Çin	%0,7	%0,7	%0,7	%0,7	%0,7	%0,7
Kuzey ve Batı Avrupa	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4	%0,4
Diğer Avrupa	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8
BDT	%3,6	%3,2	%2,9	%2,9	%2,9	%2,9
Kuzey Amerika	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Risksiz Getiri Bazı	%1,4	%2,5	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8

*Renklendirilmiş ülke/bölgeler için 2020 yılı ilk çeyreğine ait veriler incelendiğinde, ülke/bölge risk primlerinin geçmiş ortalamalara oranla artmış olduğu gözlemlenmektedir. **Bu ülke/bölgelerle ilişkilendirilen ve sonraki yıllarda gerilemesi beklenen risk primlerinin 2020 yılında artmış olmasının, 2020'de azalmış risksiz getiri bazına bir reaksiyon olduğu varsayılmaktadır.** Bunlar dışında kalan ülke/bölgeler için 2020 yılı gerçekleşmelerinin geçmiş veri ile tutarlı olması nedeniyle 2020-2022 yılları arasında risk priminin sabit kalacağı varsayılmıştır.

Hesaplama Yöntemi

RFO oranları; yandaki şekilde gösterilen üç unsurun bir araya getirilmesiyle tahmin edilmiştir. Risksiz Getiri Bazı ve Ülke Risk Primi'nin tahminine yönelik izlenmiş yöntemden aşağıda bahsedilmektedir:

1 Risksiz Getiri Bazı : Risksiz getiri bazı olarak; 30 yıllık \$ cinsinden ABD Hazinesi Tahvil Getirisi dikkate alınmıştır. Söz konusu getiri belirlenirken 2020 Mart ve Nisan ayları itibarıyla gerçekleşmiş getiriler dikkate alınarak 2020 yılı ortalama beklentisi tahmin edilmiş, 2021 ve 2022 yılları için gerçekleşmesi beklenen getiri oranının \$ enflasyon beklentisinin artışı dahilinde artacağı ve 2022 yılında 2017 ve 2019 yılları arasında gerçekleşen ortalama seviyeye (%2,8) ulaşacağı öngörülmüştür:

2 Ülke/Bölge Risk Primleri: Bu analiz kapsamında, topluluk şirketlerinin satış yaptığı ülkeler, büyüklükleri ve ekonomik benzerlikleri dikkate alınarak, belli kategorilere dahil edilmiş ya da ülkeler için özel bir ülke risk primi tahmin edilmiştir.

Ülke risk primi tahmin edilirken, 2020 yılı için Nisan ayına kadar ilgili ülkelerin gerçekleşmiş 10 yıllık \$ cinsinden CDS getirileri ile ABD Hazinesi 10 yıllık CDS oranları karşılaştırılmış, aradaki farkın ilgili ülkenin risk priminin göstergesi olacağı varsayılmıştır. 2020 yılı için tahmin edilen ülke risk primlerinin 2021 yılında dünya genelindeki ekonomik konjonktürün düzelmesi ve risklerin azalması ile azalacağı 2022 yılında ise 2017 ve 2019 yılları arasında gerçekleşen ortalama seviyeye ulaşacağı öngörülmüştür.

Kaynak: PwC Analizi, Şirket Yönetimi, Capital IQ, Bloomberg

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

RFO Tahmin Yöntemi (2/2)

İş planı dönemi sonrası devam eden dönemde dikkate alınan AOSM oranındaki RFO'nun iş planı dönem sonrasında sabit kalacağı ve iş planının son yılı için yapılan tahmine eşit olacağı öngörülmektedir.

Hesaplama Yöntemi (devamı)

RFO risk primi olarak değişken profil gösteren ülkeler için farklı, sabit risk primi tahmini olan ülkeler için farklı hesaplanmıştır:

Risk Primi Sabit Ülke/Bölgeler

RFO	Risksiz Getiri Bazı		Ülke/Bölge Risk Primi		Enflasyon Farkı		
	Sabit				Sabit		
Örnek							
İtalya - EUR							
Risksiz Getiri Bazı	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8
Ülke Risk Primi	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8	%1,8
Enflasyon Farkı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
RFO	%4,6	%4,6	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7

Risk primi sabit ülkeler için risksiz getiri bazı olarak sabit ve uzun vadeli beklentinin ifadesi olan %2,8 oranı dikkate alınmıştır. Bu ülke/bölgelerin risk primi 2020 yılında yakın geçmişteki ortalamaların üzerine çıkmamıştır. Risk primleri 2020 yılı için düşen risksiz getiri bazı ile ilişkilendirildiğinde bu ülke/bölgeler için RFO beklentisinin düşmüş olabileceği sonucu ortaya çıkmaktadır. *Sermaye maliyetinin yakın gelecekte düşmeyeceği varsayımı altında, risksiz getiri bazı ve enflasyon tahmini olarak sadece uzun vadeli beklentiler dikkate alınmaktadır.*

Risk Primi Değişken Ülke/Bölgeler

RFO	Risksiz Getiri Bazı		Ülke/Bölge Risk Primi		Enflasyon Farkı		
	Değişken				Değişken		
Örnek							
Türkiye - TL							
Risksiz Getiri Bazı	%1,4	%2,5	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8
Ülke Risk Primi	%4,7	%3,6	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2
Enflasyon Farkı	%11,4	%9,8	%9,3	%8,5	%7,5	%6,5	%6,0
RFO	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5

Söz konusu ülke/bölgelerin risksiz getiri oranı bazındaki değişime bir reaksiyon olarak 2020 yılında artan risk primi eğilimi gösterdiğine inanılmaktadır. 2020 yılının başındaki ekonomik gelişmeler ve Covid-19 salgınının etkisi yatırımcıların risksiz getiri oranının belirleyici bazı olan ABD hazine tahvillerine talebini arttırmıştır.

Daha çok gelişmekte olan ülke/bölgeler için ise söz konusu dönemde, yatırımcı ilgisini kaybindan dolayı, hem risk primi hem de yerel para birimleri ile ilişkilendirilen enflasyon beklentileri artmıştır.

*Bütün faaliyetleri Türkiye'de olan bir şirketin RFO'sunu ifade eden oran dizisinin sabit tutulması durumunda değer tahmininin değişmemesi için dikkate alınması gereken oran **%13-14** aralığında olacaktır.*

Kaynak: PwC Analizi, Şirket Yönetimi, Capital IQ, Bloomberg

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TRKCM (1/6)

Parametre	Trakya Cam Sanayii A.Ş. - TR							Trakya Glass Bulgaria EAD - TB						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%17,8	%16,1	%15,5	%14,7	%13,7	%12,7	%12,1	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2
Varlık Beta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Borç/Sermaye Oranı	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4
Hedef Kaldıraç Oranı	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8
Sermaye Beta	1,00	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%24,4	%22,6	%22,1	%21,3	%20,3	%19,2	%18,7	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0	%11,0
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%14,3	%13,2	%12,8	%12,2	%11,4	%10,5	%10,1	%4,3	%4,3	%4,3	%4,3	%4,3	%4,3	%4,3
Vergi Sonrası AOSM	%21,5	%19,9	%19,4	%18,7	%17,7	%16,7	%16,2	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1	%9,1

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TRKCM (2/6)

Parametre	HNG Float Glass Limited - HD							Trakya Glass Rus AO -RD						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,7	%6,7	%6,7	%6,7	%6,7	%6,7	%6,7
Varlık Beta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Borç/Sermaye Oranı	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4
Hedef Kaldıraç Oranı	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8
Sermaye Beta	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%12,9	%12,9	%12,9	%12,9	%12,9	%12,9	%12,9	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6
Vergi Oranı	%25,2	%25,2	%25,2	%25,2	%25,2	%25,2	%25,2	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0
Vergi Sonrası AOSM	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%10,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TRKCM (3/6)

Parametre	Sisecam Flat Glass South Italy SRL - FI							Şişecam Flat Glass İtaly S.R.L - SI						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%4,1	%4,1	%4,1	%4,1	%4,1	%4,1	%4,1
Varlık Beta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Borç/Sermaye Oranı	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4	%40,4
Hedef Kaldıraç Oranı	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8	%28,8
Sermaye Beta	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%15,1	%15,1	%15,1	%15,1	%15,1	%15,1	%15,1	%10,5	%10,5	%10,5	%10,5	%10,5	%10,5	%10,5
Vergi Oranı	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%3,1	%3,1	%3,1	%3,1	%3,1	%3,1	%3,1	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3
Vergi Sonrası AOSM	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%11,7	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4	%8,4

*İş Risk Primi: FI ile ilgili AOSM oranında dikkate alınmış risk primi, Mimari Cam grubu içerisinde FI'nın 2019 yılı sonu itibarıyla faaliyetlerine henüz başlamamış tek şirket olması dikkate alınarak belirlenmiştir. FI'nın iş planı dönemine ait tahminlerinin gerçekleşmiş veri ile kıyaslanıp karşılaştırılmıyor oluşu, nakit akımı projeksiyonları için indirgeme oranının belirlenmesi esnasında ek risk primi dikkate alınmasına sebep olmuştur.

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TRKCM (4/6)

Parametre	Şişecam Otomotiv A.Ş. - SO							Automotive Glass Alliance Rus AO - RO						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%14,4	%13,7	%13,5	%12,7	%11,6	%10,6	%10,1	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9
Varlık Beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Borç/Sermaye Oranı	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9
Hedef Kaldıraç Oranı	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4
Sermaye Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%20,8	%20,2	%20,0	%19,2	%18,1	%17,1	%16,6	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%11,6	%11,3	%11,2	%10,5	%9,7	%8,9	%8,5	%7,2	%7,2	%7,2	%7,2	%7,2	%7,2	%7,2
Vergi Sonrası AOSM	%18,8	%18,2	%18,0	%17,2	%16,2	%15,2	%14,7	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TRKCM (5/6)

Parametre	Glass Corp S.A. - GO							Şişecam Automotive Bulgaria EAD - BO						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6
Varlık Beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Borç/Sermaye Oranı	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9
Hedef Kaldıraç Oranı	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4
Sermaye Beta	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2	%10,2
Vergi Oranı	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%16,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,6	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7
Vergi Sonrası AOSM	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,9	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

TRKCM (6/6)

Parametre	Richard Fritz Holding GmbH - FO						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3	%3,3
Varlık Beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Borç/Sermaye Oranı	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9	%28,9
Hedef Kaldıraç Oranı	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4	%22,4
Sermaye Beta	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
Sermaye Maliyeti	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6
Vergi Oranı	%27,4	%27,4	%27,4	%27,4	%27,4	%27,4	%27,4
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%2,7	%2,7	%2,7	%2,7	%2,7	%2,7	%2,7
Vergi Sonrası AOSM	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4

*İş Risk Primi: 2019 yılında başlayan dönüşüm projesiyle beraber FO'nun Almanya'da bulunan iki adet üretim tesisinden bir tanesi kapatılmış ve yine Almanya'da bulunan genel merkezde sabit faaliyet giderlerini kısmaya yönelik aksiyonlar alınmıştır. Dönüşüm projesine ilişkin ek iş risk primi uygulanmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

ANACM (1/2)

Parametre	Anadolu Cam Sanayii A.Ş. - AC							OOO Ruscam Glass Packaging Holding - RH						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%16,8	%15,4	%15,0	%14,3	%13,3	%12,2	%11,7	%6,7	%6,6	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
Varlık Beta	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Borç/Sermaye Oranı	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1
Hedef Kaldıraç Oranı	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5
Sermaye Beta	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%22,8	%21,5	%21,1	%20,4	%19,4	%18,3	%17,8	%12,8	%12,7	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%13,5	%12,7	%12,4	%11,9	%11,0	%10,2	%9,8	%5,8	%5,7	%5,6	%5,6	%5,6	%5,6	%5,6
Vergi Sonrası AOSM	%18,7	%17,7	%17,3	%16,7	%15,7	%14,8	%14,3	%9,8	%9,6	%9,6	%9,6	%9,6	%9,6	%9,6

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

ANACM (2/2)

Parametre	JSC Mina - MN							ANACM - Yatırım Projesi						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%6,9	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7
Varlık Beta	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Borç/Sermaye Oranı	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1
Hedef Kaldıraç Oranı	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5
Sermaye Beta	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Sermaye Maliyeti	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%13,6	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Vergi Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0
Borç Primi**	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0
Borç Maliyeti	%7,4	%7,4	%7,4	%7,4	%7,4	%7,4	%7,4	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2	%4,2
Vergi Sonrası AOSM	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,9	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3

*İş Risk Primi: Yatırım Projesi için gerekli anlaşmanın Uzman Kuruluş Raporu tarihi itibarıyla henüz pazarlık aşamasında olduğu anlaşılmaktadır. ANACM yönetimi henüz kesin bir anlaşma olmamasına rağmen, Yatırım Projesi'nin gerçekleşeceğine dair kuvvetli beklentilere sahiptir. Bu nedenle Yatırım Projesi ANACM'in değerlendirilmesinde dikkate alınmış, ancak tahmin edilmiş AOSM oranı içerisinde ek iş risk primi uygulanarak belirsizliklerin iskonto oranına etkisi yansıtılmaya çalışılmıştır.

**Borç Primi: Yatırım Projesi için AOSM tahmin edilirken tahmini borç maliyeti Şirket Yönetimi'nden alınan bilgi doğrultusunda RFO'nun bir fonksiyonu olarak tahmin edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

PASAB (1/6)

Parametre	Paşabahçe Cam Sanayii ve Tic. A.Ş. - PB							Denizli Cam Sanayii ve Tic. A.Ş. - DC						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%16,3	%15,2	%14,8	%14,0	%12,9	%11,9	%11,4	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5
Varlık Beta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Borç/Sermaye Oranı	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2
Hedef Kaldıraç Oranı	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1
Sermaye Beta	0,78	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,78	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%21,4	%20,3	%19,9	%19,1	%18,1	%17,0	%16,5	%23,4	%21,7	%21,1	%20,3	%19,2	%18,2	%17,6
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%13,1	%12,5	%12,3	%11,6	%10,8	%9,9	%9,5	%14,7	%13,6	%13,2	%12,5	%11,7	%10,8	%10,4
Vergi Sonrası AOSM	%19,2	%18,2	%17,9	%17,1	%16,1	%15,1	%14,6	%21,0	%19,5	%19,0	%18,2	%17,2	%16,2	%15,7

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

PASAB (2/6)

Parametre	Paşabahçe Bulgaria EAD - BP							OOO Posuda - PR						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%4,0	%3,8	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%3,7	%7,2	%7,1	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0
Varlık Beta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61
Borç/Sermaye Oranı	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2
Hedef Kaldıraç Oranı	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1
Sermaye Beta	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%9,2	%9,1	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%12,3	%12,2	%12,1	%12,1	%12,1	%12,1	%12,1
Vergi Oranı	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%4,0	%3,9	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%6,2	%6,1	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0
Vergi Sonrası AOSM	%7,8	%7,7	%7,6	%7,6	%7,6	%7,6	%7,6	%10,7	%10,6	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

PASAB (3/6)

Parametre	Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E. - EG							Paşabahçe Glass GmbH						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%6,3	%5,6	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2	%3,2
Varlık Beta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç/Sermaye Oranı	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%37,2	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Hedef Kaldıraç Oranı	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%27,1	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Beta	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%11,4	%10,7	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7
Vergi Oranı	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8	%29,8
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%5,3	%4,7	%4,4	%4,4	%4,4	%4,4	%4,4	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6
Vergi Sonrası AOSM	%9,7	%9,1	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%8,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

PASAB (4/6)

Parametre	Paşabahçe Mağazaları A.Ş. - PS							Paşabahçe SRL - PI						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7
Varlık Beta	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç/Sermaye Oranı	%37,0	%37,0	%37,0	%37,0	%37,0	%37,0	%37,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Hedef Kaldıraç Oranı	%27,0	%27,0	%27,0	%27,0	%27,0	%27,0	%27,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Beta	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
Sermaye Maliyeti	%24,4	%22,6	%22,1	%21,3	%20,2	%19,1	%18,6	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9	%27,9
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%14,7	%13,6	%13,2	%12,5	%11,7	%10,8	%10,4	%3,7	%3,7	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8
Vergi Sonrası AOSM	%21,7	%20,2	%19,7	%18,9	%17,9	%16,9	%16,4	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2	%14,2

*İş Risk Primi: Projeksiyon döneminde açılması planlanan yeni mağazalar ve franchise tahminleri sebebiyle %1 risk primi dikkate alınmıştır

*İş Risk Primi: PI'nın ticaret şirketi olması ve satış ve karlılığının büyük oranda üretim şirketlerine bağlı olması sebebiyle %3,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

PASAB (5/6)

Parametre	Paşabahçe (Shanghai) Trading Co. Ltd. -PT							Paşabahçe USA Inc.						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8
Varlık Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç/Sermaye Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Hedef Kaldıraç Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0
Sermaye Maliyeti	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6	%2,6
Vergi Sonrası AOSM	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%14,1	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3	%10,3

*İş Risk Primi: PT'nın ticaret şirketi olması ve satış ve karlılığının büyük oranda üretim şirketlerine bağlı olması sebebiyle %3,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

*İş Risk Primi: PA'nın ticaret şirketi olması ve satış ve karlılığının büyük oranda üretim şirketlerine bağlı olması sebebiyle %1,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

PASAB (6/6)

Parametre	Paşabahçe Spain SL						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%3,9	%3,7	%3,5	%3,5	%3,5	%3,5	%3,5
Varlık Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borç/Sermaye Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Hedef Kaldıraç Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%10,4	%10,2	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%3,3	%3,2	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
Vergi Sonrası AOSM	%10,4	%10,2	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SODA (1/5)

Parametre	Soda Sanayii A.Ş. - SS							Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş. - ES						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%5,9	%5,7	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,6	%5,6	%5,6	%5,6	%5,6	%5,6	%5,6
Varlık Beta	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Borç/Sermaye Oranı	%52,2	%52,2	%52,2	%52,2	%52,2	%52,2	%52,2	%41,8	%41,8	%41,8	%41,8	%41,8	%41,8	%41,8
Hedef Kaldıraç Oranı	%34,3	%34,3	%34,3	%34,3	%34,3	%34,3	%34,3	%29,5	%29,5	%29,5	%29,5	%29,5	%29,5	%29,5
Sermaye Beta	1,03	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,08	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0	%1,0
Sermaye Maliyeti	%12,6	%12,5	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%12,2	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%5,0	%4,9	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8	%4,9	%4,9	%4,9	%4,9	%4,9	%4,9
Vergi Sonrası AOSM	%10,0	%9,9	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%9,7	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1	%11,1

*İş Risk Primi: ES'nin 2019 yılında faaliyetlerine yeni başlaması sebebiyle geleceğe dönük tahminlerindeki gerçekleşme riskinin diğer şirketlerden daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle %1,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SODA (2/5)

Parametre	Oxyvit Kimya Sanayii Ve Tic. A.Ş. - OX							Şişecam Bulgaria EOOD - BL						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%4,7	%4,6	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%5,3	%4,8	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7
Varlık Beta	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Borç/Sermaye Oranı	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%18,6	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1
Hedef Kaldıraç Oranı	%15,7	%15,7	%15,7	%15,7	%15,7	%15,7	%15,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7
Sermaye Beta	0,83	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	0,84	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
Sermaye Maliyeti	%10,1	%10,0	%9,9	%9,9	%9,9	%9,9	%9,9	%15,1	%14,6	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%4,0	%4,1	%4,0	%4,0	%4,0	%4,0	%4,0	%5,2	%4,8	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7
Vergi Sonrası AOSM	%9,1	%9,1	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%9,0	%11,5	%11,0	%10,8	%10,8	%10,8	%10,8	%10,8

*İş Risk Primi: BL'nin üretim hacmine bağlı olması ve kendi üretimi olmaması nedeniyle %3,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SODA (3/5)

Parametre	Cromital S.p.A - CO							Şişecam Soda Lukavac D.O.O. - SL						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%7,2	%7,1	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0
Varlık Beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Borç/Sermaye Oranı	%38,2	%38,2	%38,2	%38,2	%38,2	%38,2	%38,2	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1
Hedef Kaldıraç Oranı	%27,7	%27,7	%27,7	%27,7	%27,7	%27,7	%27,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7
Sermaye Beta	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%16,8	%16,8	%16,8	%16,8	%16,8	%16,8	%16,8	%14,0	%13,8	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7
Vergi Oranı	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%24,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%6,9	%6,8	%6,7	%6,7	%6,7	%6,7	%6,7
Vergi Sonrası AOSM	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%13,2	%11,4	%11,3	%11,2	%11,2	%11,2	%11,2	%11,2

*İş Risk Primi: CO'nun 2020 yılında yeni bir faaliyete başlamasının belirsizlik ortamı sebebiyle, geleceğe dönük tahminlerindeki gerçekleşme riskinin diğer şirketlerden daha yüksek olduğu anlaşılmaktadır. Bu nedenle CO'ya %5,0 oranında ek iş risk primi dahil edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SODA (4/5)

Parametre	Şişecam Trading Co. - HG							Solvay Şişecam Holding AG - SH						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%5,3	%4,8	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7
Varlık Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Borç/Sermaye Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1
Hedef Kaldıraç Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7
Sermaye Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi*	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0
Sermaye Maliyeti	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%15,1	%14,6	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4	%14,4
Vergi Oranı	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%25,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0	%10,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%3,8	%5,2	%4,8	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7	%4,7
Vergi Sonrası AOSM	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%16,1	%11,5	%11,0	%10,8	%10,8	%10,8	%10,8	%10,8

*İş Risk Primi: ST'nin ticaret şirketi olması ve satış ve karlılığının büyük oranda SS'ye bağlı olması sebebiyle %5,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

*İş Risk Primi: SH'nin Solvay Holding üzerinde yönetsel bir kontrolünün olmaması ve gelecek yıllarda oluşabilecek temettü tutarlarındaki belirsizlik dikkate alınarak, SH için %3,0 oranında ek iş risk primi dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SODA (5/5)

Parametre	Pacific Soda LLC - UP						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2085
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%1,4	%2,5	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8	%2,8
Varlık Beta	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Borç/Sermaye Oranı	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1	%58,1
Hedef Kaldıraç Oranı	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7	%36,7
Sermaye Beta	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99
Piyasa Risk Primi (PRP)	%7,4	%6,3	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0
İş Risk Primi*	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Sermaye Maliyeti	%13,8	%13,8	%13,8	%13,8	%13,8	%13,8	%13,8
Vergi Oranı	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0	%21,0
Borç Primi	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%3,0	%0,5
Borç Maliyeti	%3,5	%4,3	%4,6	%4,6	%4,6	%4,6	%2,6
Vergi Sonrası AOSM	%10,0	%10,3	%10,4	%10,4	%10,4	%10,4	%9,7

*İş Risk Primi: 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 değerlendirme çalışmasında ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken %5,0 oranında ek iş risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SISE (1/6)

Parametre	Şişecam Enerji A.Ş. - SE							Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş. - CV						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5
Varlık Beta								0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Borç/Sermaye Oranı								%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1	%77,1
Hedef Kaldıraç Oranı								%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5	%43,5
Sermaye Beta*	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%24,8	%23,1	%22,5	%21,7	%20,6	%19,6	%19,0	%22,8	%21,5	%21,1	%20,4	%19,4	%18,3	%17,8
Vergi Oranı								%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi								%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti								%13,5	%12,7	%12,4	%11,9	%11,0	%10,2	%9,8
Vergi Sonrası AOSM								%18,7	%17,7	%17,3	%16,7	%15,7	%14,8	%14,3

*Sermaye Beta: SE'nin faaliyetleri ile ilgili bir finansal borcu bulunmamaktadır. Ayrıca beta analizinde kullanılmak üzere SE ile benzer faaliyetlere sahip ve halka açık şirketler de belirlenememiştir. Şirket'in yüksek sermaye gerektirmeyen ve rekabet yoğun bir iş alanında düşük getirili elektrik ve gaz ticareti ile uğraşiyor olması sebebiyle sermaye betasının ortalama sermaye piyasası risk seviyesini en azından birebir yansıtacağı düşünülmüştür. Bu nedenle Şirket'in sermaye betasının 1.00 olarak dikkate alınması uygun görülmüştür.

CV'nin değerlendirme çalışmasında, CV'nin tek müşterisinin ANACM olduğu dikkate alınarak ANACM için tahmin edilmiş AOSM CV için de kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SISE (2/6)

Parametre	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. - SC							Şişecam Dış Ticaret A.Ş. - DT						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)*	%16,9	%15,5	%15,0	%14,2	%13,2	%12,1	%11,6	%15,0	%14,4	%14,2	%13,4	%12,4	%11,3	%10,8
Varlık Beta														
Borç/Sermaye Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Hedef Kaldıraç Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Beta	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	0,96	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%23,3	%21,9	%21,4	%20,7	%19,6	%18,6	%18,1	%21,2	%20,7	%20,5	%19,7	%18,7	%17,6	%17,1
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%13,6	%12,8	%12,4	%11,8	%10,9	%10,1	%9,7	%12,1	%11,9	%11,7	%11,1	%10,3	%9,4	%9,0
Vergi Sonrası AOSM	%23,3	%21,9	%21,4	%20,7	%19,6	%18,6	%18,1	%21,2	%20,7	%20,5	%19,7	%18,7	%17,6	%17,1

*RFO ve Sermaye Betası: SC için RFO tahmini yapılırken, buldukları ana iş kollarının lideri konumunda olan ve SC seviyesinde telif hakkı geliri yaratan topluluk şirketleri için tahmin edilmiş ülke risk primleri telif hakkı gelirleri ile oranlanarak her yıl için hesaplanan ağırlıklı ortalama ülke risk primi verisi RFO tahmininde dikkate alınmıştır. Sermaye betası tahmini de, aynı şekilde, ilgili şirketlerin sermaye betası tahminleri ve telif hakkı gelirleri dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

*RFO ve Sermaye Betası: DT için RFO tahmini yapılırken, DT üzerindeki ticaret hacmini yaratan topluluk şirketlerinin her yıl için DT'ye satışlarının parasal değeri ile söz konusu ülke risk primleri dikkate alınarak hesaplanmış ağırlıklı ortalama risk primi verisi dikkate alınmıştır. Sermaye betası da aynı yöntem kullanarak tahmin edilmiştir.

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SISE (3/6)

Parametre	Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş. - SG							Camiş Elektrik Üretim A.Ş. - CA					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1
Varlık Beta								0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Borç/Sermaye Oranı								%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Hedef Kaldıraç Oranı								%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Beta	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%23,9	%22,2	%21,6	%20,8	%19,7	%18,7	%18,1	%21,5	%19,7	%19,2	%18,4	%17,3	%16,2
Vergi Oranı								%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi								%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti								%14,7	%13,6	%13,2	%12,5	%11,7	%10,8
Vergi Sonrası AOSM								%21,5	%19,7	%19,2	%18,4	%17,3	%16,2

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SISE (4/6)

Parametre	Camiş Madencilik A.Ş. - MD							Madencilik Sanayii ve Tic. A.Ş. - MT						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2080	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2080
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%17,7	%16,2	%15,7	%14,8	%13,8	%12,7	%12,2	%18,3	%16,6	%16,0	%15,2	%14,1	%13,1	%12,5
Varlık Beta	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Borç/Sermaye Oranı	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7
Hedef Kaldıraç Oranı	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4
Sermaye Beta	0,96	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,96	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%23,9	%22,5	%22,0	%21,1	%20,1	%19,0	%18,5	%24,5	%22,9	%22,3	%21,5	%20,4	%19,4	%18,8
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%14,2	%13,3	%12,9	%12,3	%11,4	%10,6	%10,1	%14,7	%13,6	%13,2	%12,5	%11,7	%10,8	%10,4
Vergi Sonrası AOSM	%20,5	%19,2	%18,8	%18,0	%17,0	%16,0	%15,5	%21,0	%19,6	%19,1	%18,3	%17,3	%16,3	%15,9

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SISE (5/6)

Parametre	Camiş Egypt Mining Ltd. Co. - ME							Rudnik Krecnjaka Vijenac D.O.O. - VM						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8	%8,8
Varlık Beta	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Borç/Sermaye Oranı	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7	%54,7
Hedef Kaldıraç Oranı	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4	%35,4
Sermaye Beta	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	0,96	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01	1,01
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4	%15,3	%15,3	%15,3	%15,3	%15,3	%15,3	%15,3
Vergi Oranı	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5							
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5							
Borç Maliyeti	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2	%5,2							
Vergi Sonrası AOSM	%9,9	%9,9	%9,8	%9,8	%9,8	%9,8	%9,8							

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

SISE (6/6)

Parametre	Camiş Ambalaj Sanayii A.Ş. - CA						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%17,7	%16,1	%15,6	%14,8	%13,7	%12,7	%12,2
Varlık Beta	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Borç/Sermaye Oranı	%47,2	%47,2	%47,2	%47,2	%47,2	%47,2	%47,2
Hedef Kaldıraç Oranı	%32,1	%32,1	%32,1	%32,1	%32,1	%32,1	%32,1
Sermaye Beta	0,92	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93	0,93
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5	%6,5
İş Risk Primi	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0
Sermaye Maliyeti	%23,6	%22,1	%21,7	%20,8	%19,8	%18,7	%18,2
Vergi Oranı	%22,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Borç Primi	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5	%0,5
Borç Maliyeti	%14,2	%13,3	%12,9	%12,2	%11,4	%10,6	%10,1
Vergi Sonrası AOSM	%20,6	%19,3	%18,9	%18,1	%17,1	%16,1	%15,6

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Kısaltmalar

Kısaltmalar (1/6)

Şirket Kodları

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
AC	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	CY	Çayırova Cam Sanayii A.Ş.
AG	AC Glass Holding B.V.	DC	Denizli Cam Sanayii ve Tic. A.Ş.
AI	Anadolu Cam Investment B.V.	DT	Şişecam Dış Ticaret A.Ş.
BL	Şişecam Bulgaria EOOD	EF	Saint Gobain Glass Egypt S.A.E.
BO	Şişecam Automotive Bulgaria EAD	EG	Paşabahçe Egypt Glass Manufacturing S.A.E.
BP	Paşabahçe Bulgaria EAD	ES	Şişecam Elyaf Sanayii A.Ş.
BS	Balsand B.V.	EU	Camiş Elektrik Üretim A.Ş.
CA	Camiş Ambalaj Sanayii A.Ş.	FK	Richard Fritz Kft.
CE	Cam Elyaf Sanayii A.Ş.	FO	Richard Fritz Holding GmbH
CO	Cromital S.p.A	FP	Richard Fritz Holding Prototype + Spare Parts GmbH
CV	Şişecam Çevre Sistemleri A.Ş.	FS	Richard Fritz Spol S.R.O.

Kaynak: PwC Analizi

Kısaltmalar (2/6)

Şirket Kodları

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
GO	Glass Corp S.A.	MT	Madencilik Sanayii ve Tic. A.Ş.
HC	Şişecam Chem Investment B.V.	ND	Nude Design İnceleme B.V.
HD	HNG Float Glass Limited	NG	Nude Glass İnceleme B.V.
HF	Şişecam Flat Glass Holding B.V.	OX	Oxyvit Kimya Sanayii Ve Tic. A.Ş.
HG	SC Glass Trading B.V.	PB	Paşabahçe Cam Sanayii ve Tic. A.Ş.
HT	Trakya İnceleme B.V.	PH	Paşabahçe İnceleme B.V.
II	İstanbul İnceleme B.V.	PI	Paşabahçe SRL
LT	Camiş Limited	PR	OOO Posuda
MD	Camiş Madencilik A.Ş.	PS	Paşabahçe Mağazaları A.Ş.
ME	Camiş Egypt Mining Ltd. Co.	PT	Paşabahçe (Shanghai) Trading Co. Ltd.
MN	JSC Mina	RA	Automotive Glass Alliance Rus Trading OOO

Kaynak: PwC Analizi

Kısaltmalar (3/6)

Şirket Kodları

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
RD	Trakya Glass Rus AO	SL	Şişecam Soda Lukavac D.O.O.
RH	OOO Ruscam Glass Packaging Holding	SO	Şişecam Otomotiv A.Ş.
RM	OOO Ruscam Management Company	SS	Soda Sanayii A.Ş.
RO	Automotive Glass Alliance Rus AO	TB	Trakya Glass Bulgaria EAD
RS	OOO Energosystems	TN	Trakya Yenişehir Cam Sanayii A.Ş.
RT	Trakya Glass Rus Trading OOO	TP	Trakya Polatlı Cam Sanayii A.Ş.
SC	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	TR	Trakya Cam Sanayii A.Ş.
SE	Şişecam Enerji A.Ş.	TS	TRSG Glass Holding B.V.
SG	Şişecam Sigorta Aracılık Hizmetleri A.Ş.	UK	CJSC Brewery Pivdenna
SH	Solvay Şişecam Holding AG	UM	Merefa Glass Company Ltd.
SI	Şişecam Flat Glass İtaly S.R.L	VM	Rudnik Krecnjaka Vijenac D.O.O.

Kaynak: PwC Analizi

Kısaltmalar (4/6)

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
\$	Amerikan Doları	CNY	Çin Yuanı
ABD	Amerika Birleşik Devletleri	EBRD	Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası
A.Ş.	Anonim Şirketi	EGP	Mısır Lirası
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	ETAN	Eski Teknoloji Atıkları Nötrolizasyonu
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme	EUR	Avro
B2B	Business to Business	FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
BAM	Bosna-Hersek Markı	FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
BCS	Bazık Krom Sülfat	GEL	Gürcistan Lirisi
BGN	Bulgar Levası	GY	Gelir Yaklaşımı
bp	baz puan	IFC	Uluslararası Finans Kurumu
Ciner Resources LP	Ciner Grubu	IMF	Uluslararası Para Fonu (UPF)

Kaynak: PwC Analizi

Kısaltmalar (5/6)

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
IMF WEO	UPF Küresel Ekonomik Görünüm	MKF	Mersin Krom Fabrikası
INR	Hindistan Rupisi	MMBtu	Milyon BTU (British Thermal Unit)
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları	MSF	Mersin Soda Fabrikası
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu	MW	megawatt
KGK	Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu	MY	Mali Yıl
KKO	Kapasite Kullanım Oranı	myr	milyar
Kojen	Kojenerasyon Tesisi	NVY	Net Varlık Yaklaşımı
m	milyon	OEİ	Orijinal Ekipman İmalatı
m	metre	ort	ortalama
m2	metrekare	OSD	Otomotiv Sanayii Derneği
m3	metreküp	PY	Piyasa Yaklaşımı

Kaynak: PwC Analizi

Kısaltmalar (6/6)

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
RON	Ruman Leyi	YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
RUB	Ruble		
S.M.M.M	Serbest Muhasebeci Mali Müşavir		
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu		
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası		
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları		
TL	Türk Lirası		
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları		
UAH	Grivna		
UVBO	Uzun Vadeli Büyüme Oranı		
vb.	ve benzeri		

Kaynak: PwC Analizi



© 2020 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağını veya PwC ağının üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.