

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

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

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

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/9)

Raporun Kullanımı

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

Değerleme Tarihi

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

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

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

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları – "İNA")

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

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

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

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/9)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirketler ("KŞ") ve işlemler ("Kİ") yöntemlerine göre; *Birleşecek Şirketler ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin 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 sonuçlarında 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
Pacific Soda LLC	UP
Solvay Sisecam Holding AG	SH

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Değerlemeye İlişkin Konular (3/6)

Geçmiş Dönem Mali Tablolarında Yapılan 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

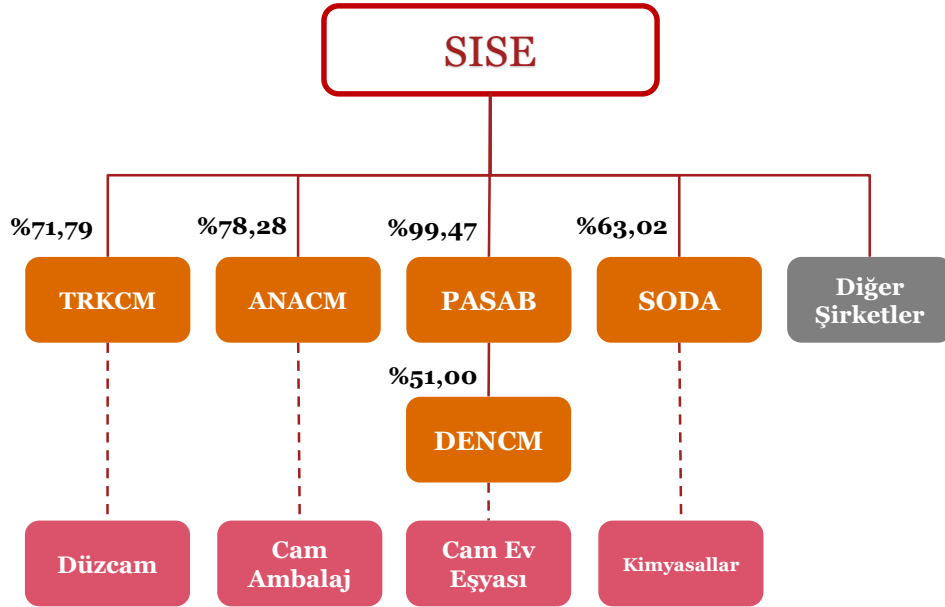
Çalışmanın Amacı

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

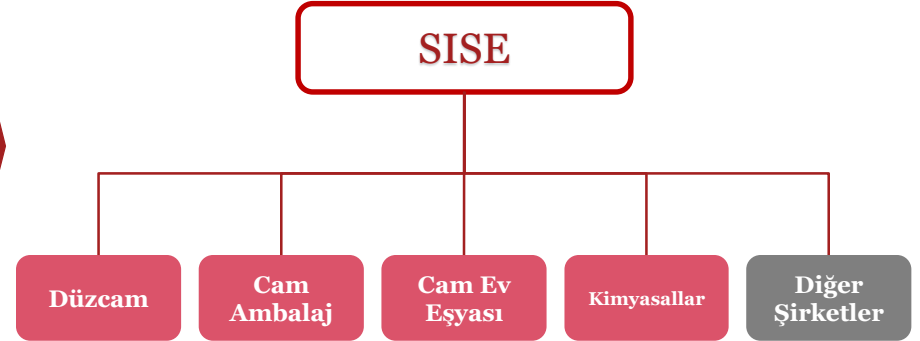
SISE Ortaklık Yapısı	Pay
Türkiye İş Bankası	%69,05
Efes Holding A.Ş.	%8,23
Diğer (Halka Açık)	%22,72

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	



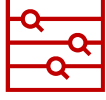

Birleşme Oranları

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

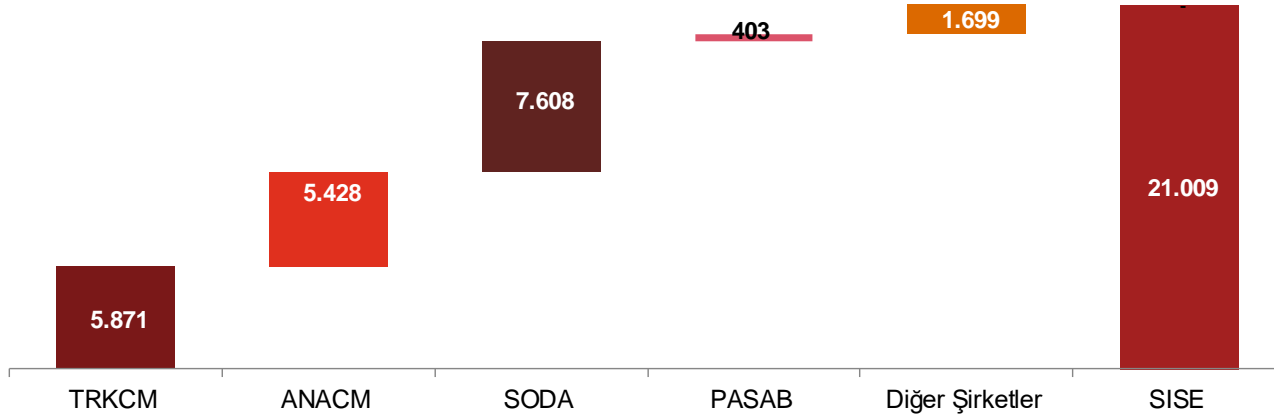
(*) Birleşmeye Konu Paylara Ait Ödenmiş Sermaye

SISE

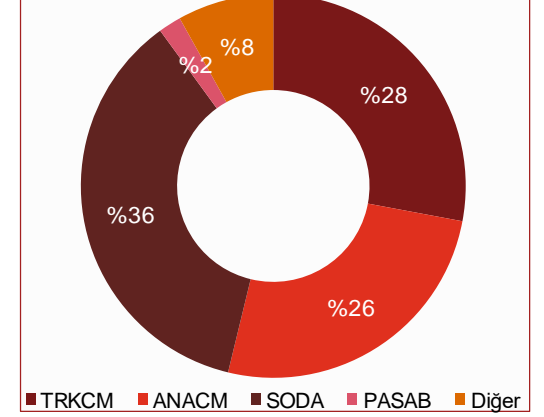
Gelir Yaklaşımı

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

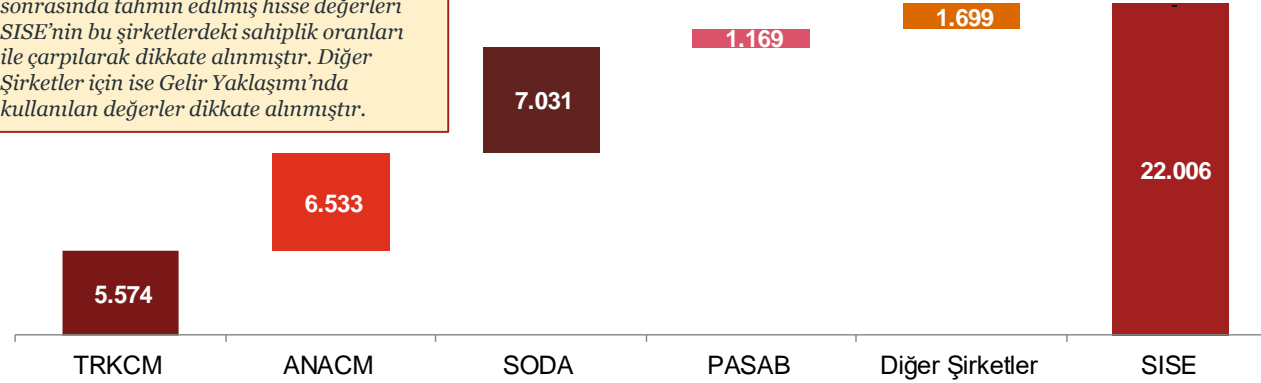
SISE

Piyasa Yaklaşımı

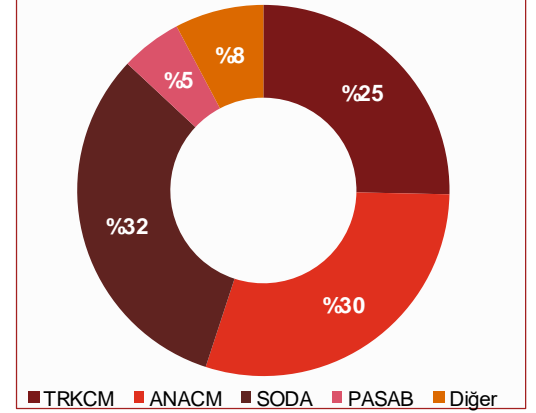
Piyasa Yaklaşımı kapsamında, değerlendirme tarihi itibarıyla SISE'nin toplam hisse değeri **22,0 milyar TL** olarak tahmin edilmektedir.

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	-	-		
ANACM B Grubu Payları Değer Farkı**	-	79	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	79		
Hisse Değeri - SISE	5.574	6.533	7.031	1.169	170	553	137	34	71	71	45	17	17	5	4	576	22.006		

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

**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)



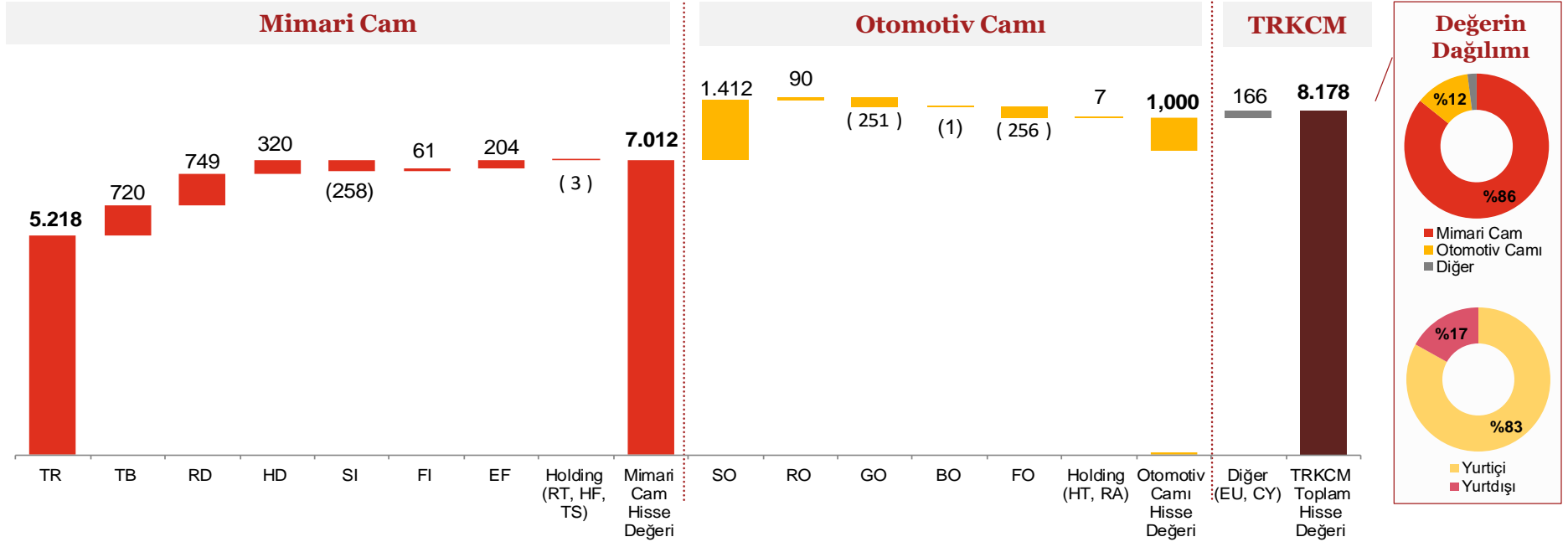
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

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, hesaplama dahil edilmiştir.

Kaynak: Şirket yönetimi, PwC Analizi

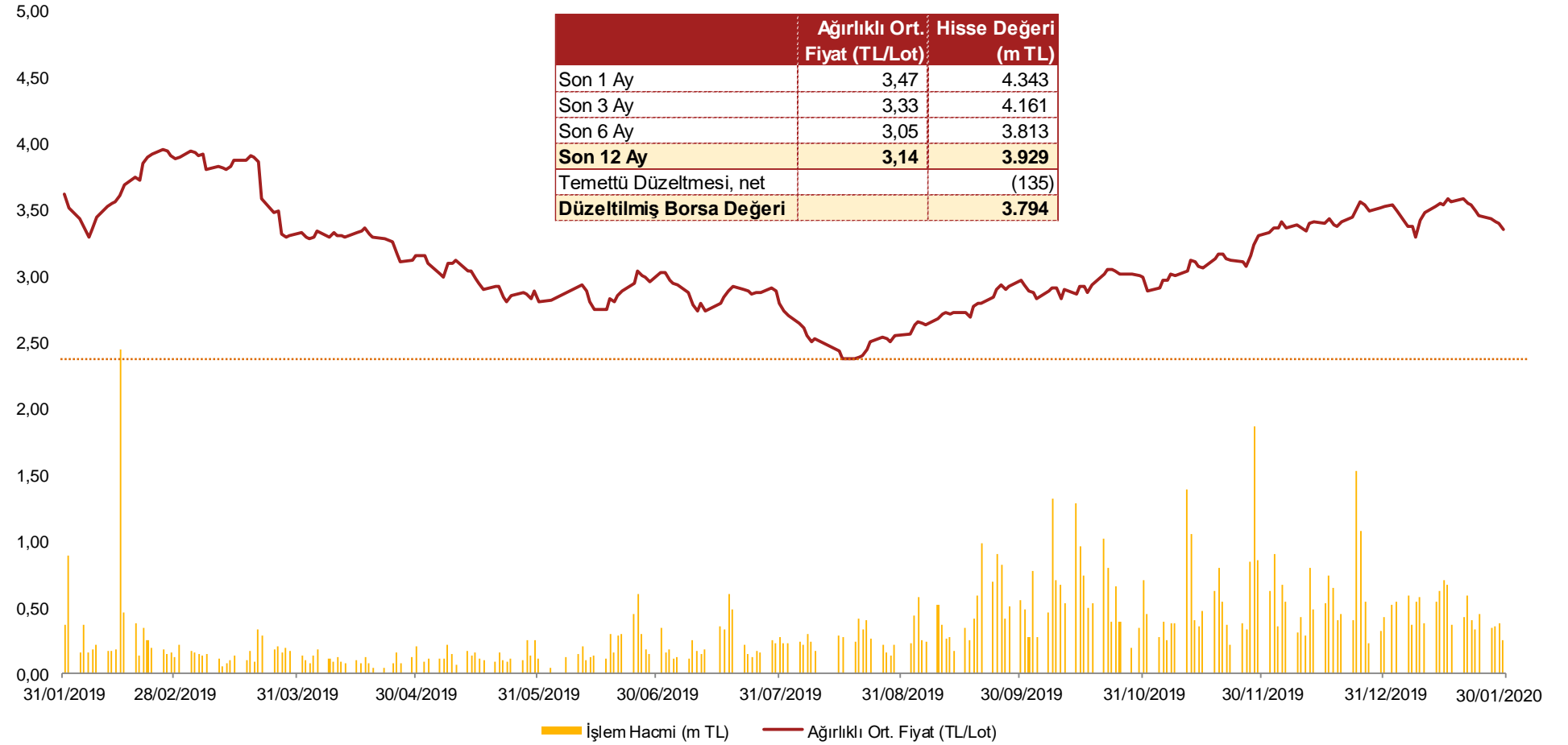
TRKCM

Borsa Değeri

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

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)



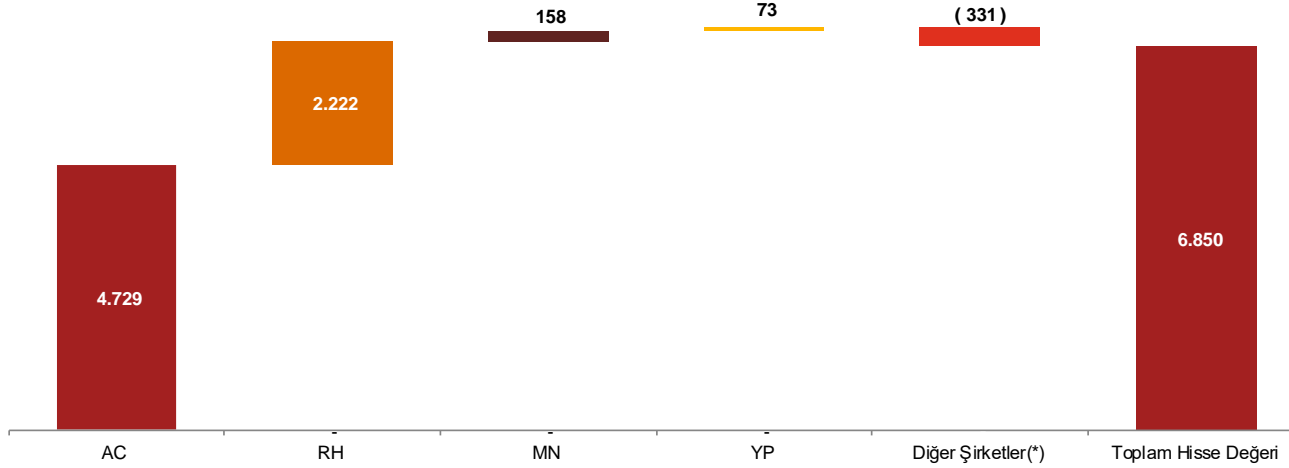
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

ANACM

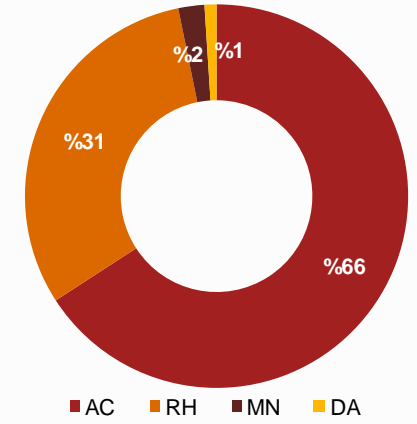
Gelir Yaklaşımı

Gelir Yaklaşımı kapsamında, 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)
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	22
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	189
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	821
Net Dönem Karı veya Zararı	527
Toplam Özkaynak	2.826
1 Temettü Düzeltmesi	(142)
Net Varlık Değeri	2.684

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

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

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

1 Temettü Düzeltmesi:

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

ANACM

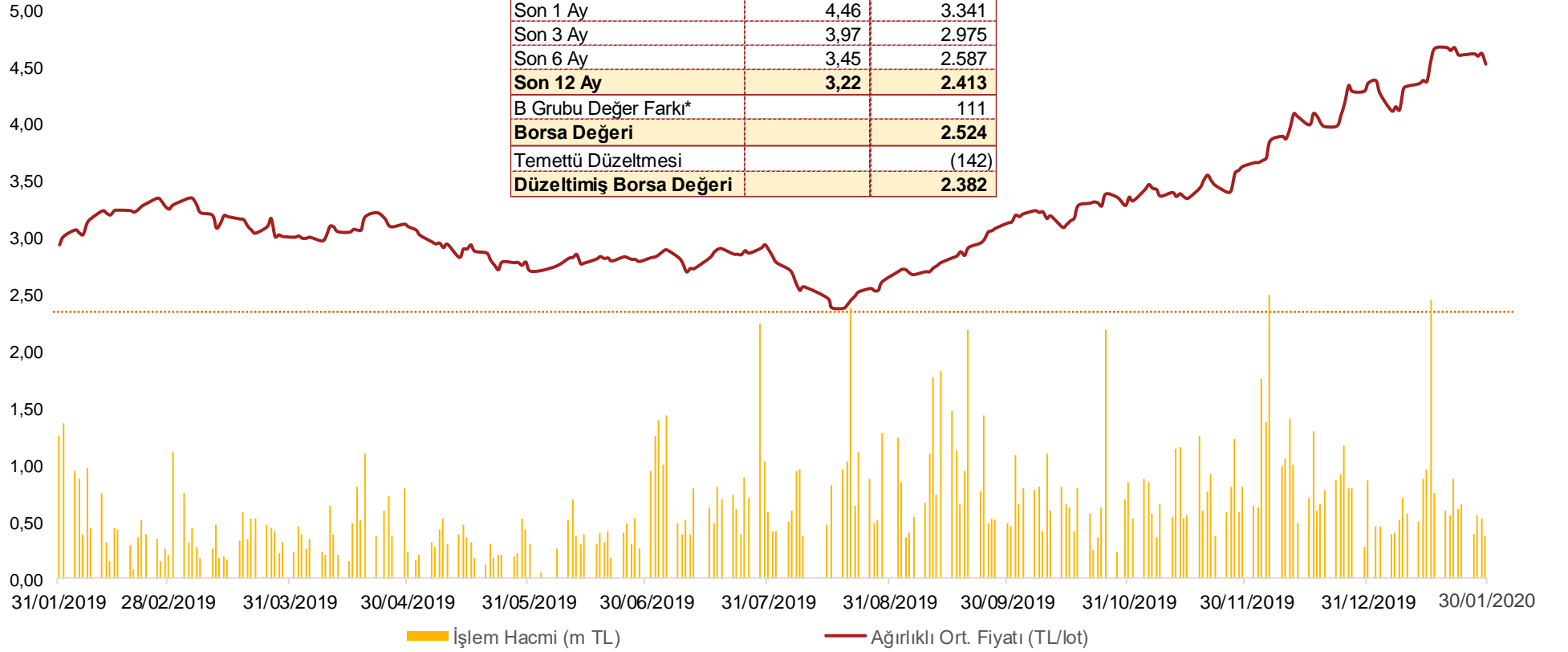
Borsa Değeri

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

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)

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



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

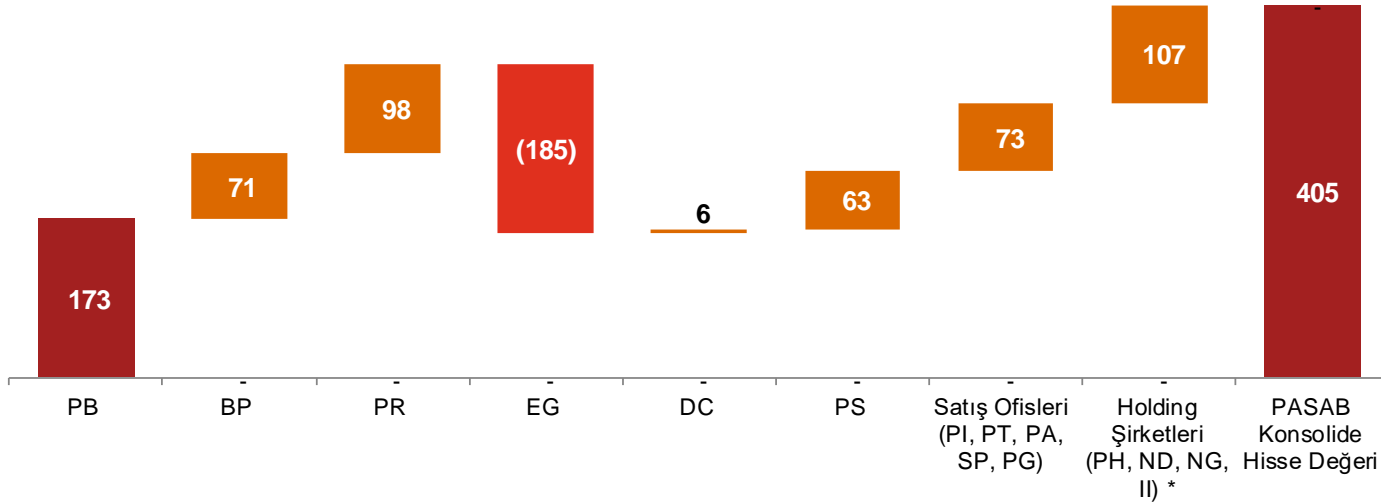
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

PASAB

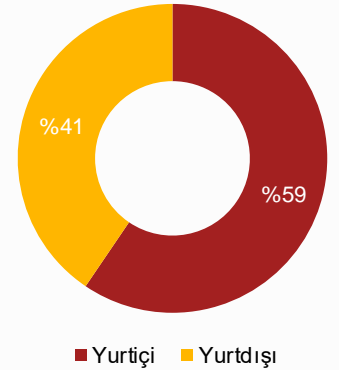
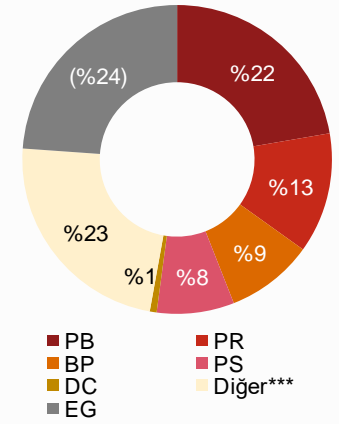
Gelir Yaklaşımı

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

Toplam Hisse Değerleri (m TL)



Değerin Dağılımı



	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

* 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

*** Satış Ofisleri ve Holding Şirketleri

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

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 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.

(*) 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
Yabancı Para Çevrim Farkları	44
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	(1)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	(8)
Net Dönem Karı veya Zararı	(6)
Net Varlık Değeri	65

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

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

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

DENCM

Borsa Değeri

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

Borsa Değeri ve İşlem Hacmi (m TL)

Hisse Fiyatı (TL/Lot)

18,00

16,00

14,00

12,00

10,00

8,00

6,00

4,00

2,00

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

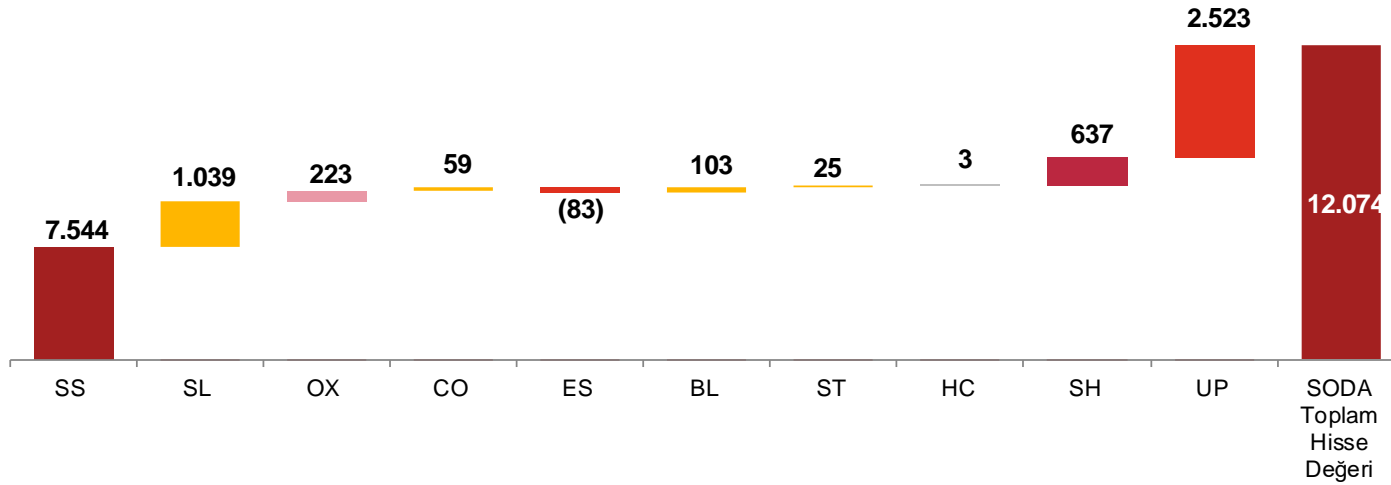
Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

SODA

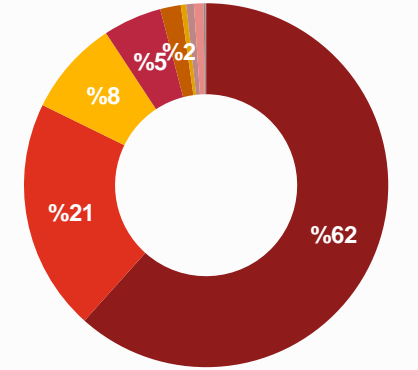
Gelir Yaklaşımı

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

Toplam Hisse Değerleri (m TL)

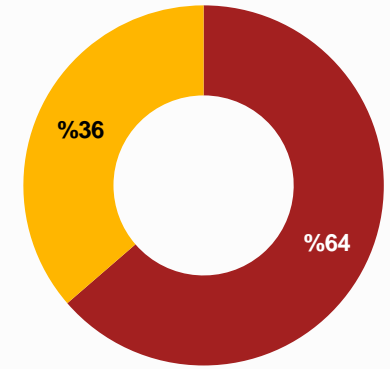


Değerin Dağılımı



■ 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
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



■ 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
Riskten Korunma Kazançları (Kayıpları)	7
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	184
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	230
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.452
Net Dönem Karı veya Zararı	1.109
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-
Toplam Özkaynak	5.742
1 Temettü Düzeltmesi, net*	(245)
Net Varlık Değeri	5.497

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

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

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

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

1 Temettü Düzeltmesi:

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

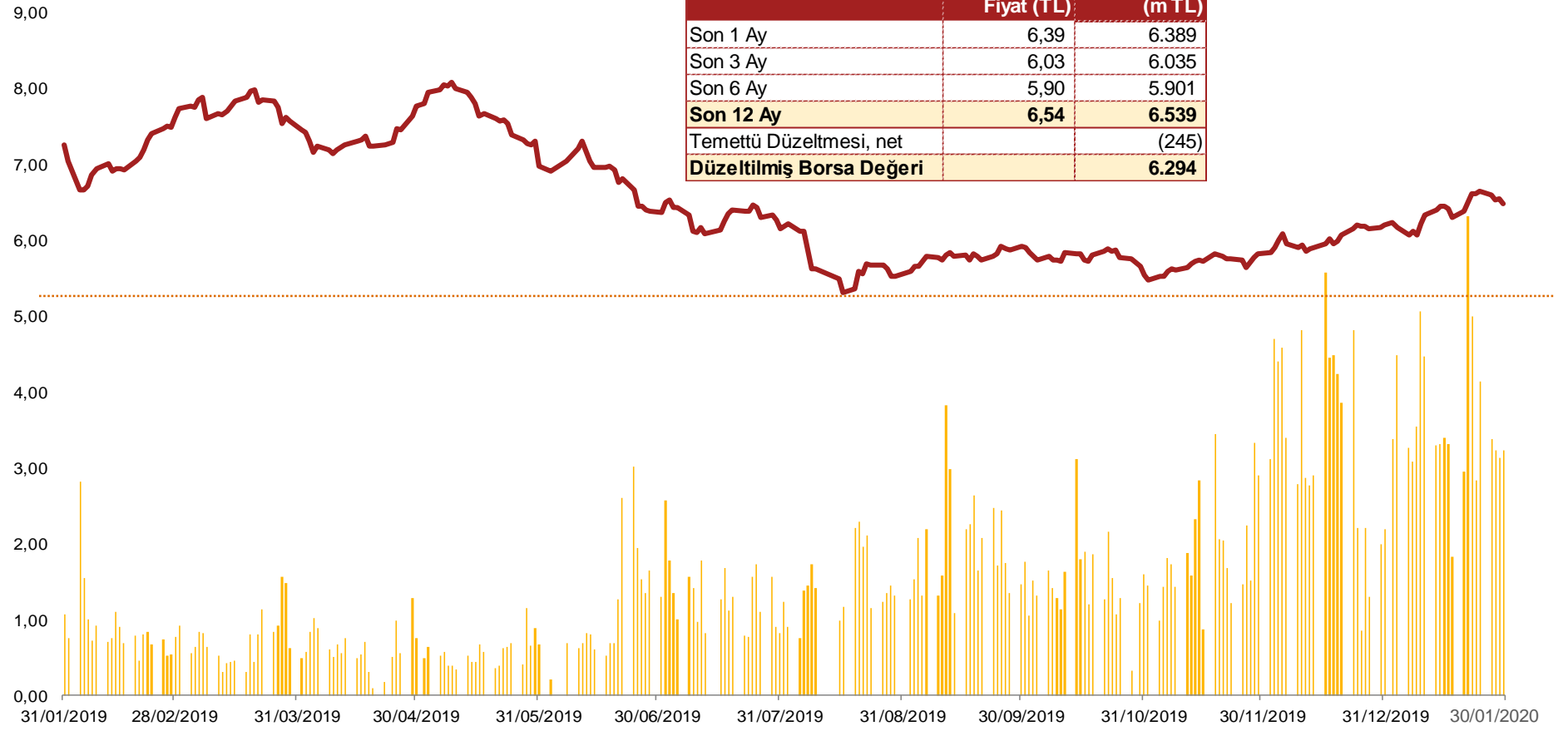
SODA

Borsa Değeri

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

Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

Hisse Fiyatı (TL/lot)



Kaynak: Capital IQ, KAP, 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.