

Değerleme ve Modelleme Hizmetleri

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

Anadolu Cam Sanayii A.Ş. Kurucu İntifa Senetlerine İlişkin Değerleme Raporu

13 Temmuz 2020

Gizli ve Özel



pwc



Serkan Aslan
Değerleme ve Modelleme
Ortak

Engin İyikul
Değerleme ve Modelleme
Direktör

**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

13 Temmuz 2020

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (“Şirket”, “SISE” veya “Şişecam”) ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. (“PwC”) arasında imzalanmış olan hizmet sözleşmesi kapsamında, Anadolu Cam Sanayii A.Ş.’nin (“ANACM”) Kurucu İntifa Senetleri’nin makul değerinin tahmin edilmesi amacıyla hazırlanan Değerleme Raporu’nun (“Rapor”) sonuçları ektedir. Çalışmamız, Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Raporumuz, Şirket Yönetimi’nin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında temel olarak Şirket Yönetimi tarafından sağlanan finansal bilgiler ile birlikte Kurucu İntifa Senetleri’nin geçmiş dönemde hak kazandığı nakit kar dağıtım tutarları ve ANACM Esas Sözleşmesi’nden doğan hak ve diğer hisse gruplarına göre ayrıcalıkları dikkate alınmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal ve faaliyetlerle ilgili bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır.

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	10
Değerleme Analizi	12
Ekler	26

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/5)

Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı, ANACM'nin Kurucu İntifa Senetleri'nin makul hisse değerini tahmin etmektir. Değerleme tarihi olarak 31 Aralık 2019 belirlenmiştir.

PwC; çalışma kapsamında, ANACM'nin 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 ANACM'nin Kurucu İntifa Senetleri'nin 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 bilgisi ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır.

Bilgi Kaynakları

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş finansal veriler ve kar dağıtım tabloları Şirket yönetimi tarafından sağlanmıştır. Geçmiş finansal veriler olarak ANACM için; SPK'nın finansal raporlama hükümlerine uygun olarak ve TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış, 2010 – 2019 yıllarını kapsayan, bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları ve kar dağıtım tabloları kullanılmıştır.

PwC, bu çalışma kapsamında dikkate alınan ANACM'ye ait finansal tabloları ve sağlanan diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla raporda yer alan ve Şirket tarafından sağlanmış bilgiler konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

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.*

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/5)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında kullanılacak yöntemin belirlenmesi aşamasında ilk olarak 2000 yılında Topkapı Şişe Sanayii A.Ş.'nin ANACM'a devrini takiben yenilenmiş şirket esas sözleşmesi incelenmiştir.

Esas sözleşme kapsamında yer alan Kurucu İntifa Senetleri hakları ve Şirket yönetiminden alınan bilgiler dikkate alındığında; Kurucu İntifa Senetleri'nin ANACM yönetiminde herhangi bir temsil ya da kontrol fonksiyonlarının bulunmadığı, sadece kontrolü sahiplerinde bulunmayan belli şartların oluşması durumunda sahiplerine temettü geliri sağladıkları anlaşılmaktadır.

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı ("GY") kapsamında İndirgenmiş Temettüler Yöntemi ("İTY") kullanılmıştır. İTY'ye göre değer;

- geçmişte gerçekleşmiş temettü akımları dikkate alınarak,
- Ya da gelecekte gerçekleşmesi beklenen temettü akımları kullanılarak

tahmin edilebilir. *ANACM nakit akım projeksiyonlarından yola çıkılarak geleceğe yönelik temettülerin tahmin edildiği bir değerlendirme çalışmasının Kurucu İntifa Senetleri için uygun olmayacağı düşünülmüştür.* Aşağıda bu yöntemin seçilmemesinin sebeplerini bulabilirsiniz:

- Kurucu İntifa Senetleri sahiplerinin; şirket finansal kontrolü, temettü dağıtım kararını ve miktarını belirleme gibi hakları bulunmamaktadır.
- Geçmiş dönemin incelenmesi sonucu ANACM'nin yeterli seviyede nakdi ve birikmiş karı bulunmasına rağmen kar dağıtmamayı seçtiği istisnai dönemler (2008-2009 Küresel Ekonomik Kriz, Rusya Kur Krizi 2014-2015 gibi) olduğu görülmüştür. Gelecek yıllarda ANACM hissedarları piyasadaki beklentiler ve koşullar olumlu olsa dahi, kar dağıtmamayı tercih edebilir. Bu durumda dağıtılabılır kar oluşan her dönemde gelecekte ödenmesi beklenen temettü üzerinden yapılacak bir değerlendirme çalışması doğru olmayabilir.
- Dağıtılabılır temettü miktarı tahmini, sadece ANACM'nin nakit akımı projeksiyonlarına bağlı değildir. ANACM'nin sermayesinin yeterliliği, rezervlerinde biriktirdiği geçmiş dönemlerden gelen dağıtılabılır karı ve ilgili dönemdeki kar yaratabilme kapasitesi gibi nakdi etkisi olmayan bir çok varsayımdan ve onların sonuçlarından da etkilenmektedir. Geçmişteki temettü ödemelerinden faydalanılarak yapılacak bir değerlendirme çalışmasının değer tahminini daha iyi yansıtabileceği düşünülmüştür.

İTY kapsamında yapılan değerlendirme çalışmasında, ANACM'nin 2010 – 2019 mali dönemlerinde gerçekleşmiş kar dağıtımları sonucu oluşmuş tablolar incelenmiştir. Geçmiş yıllarda Kurucu İntifa Senetleri'nin aldığı kar dağıtımları TL enflasyon ile endekslenmiştir. *2019 fiyatlarından ifade edilmiş, geçmiş 10 yıllık dönemde Kurucu İntifa Senetleri'ne dağıtılmış yıllık ortalama temettü tutarı, projeksiyon dönemi boyunca Kurucu İntifa Senetleri'nin alacağı temettülerin bazı olarak dikkate alınmıştır. Söz konusu miktarın projeksiyon boyunca reel olarak sabit kalacağı varsayılmıştır.* Projeksiyon dönemi boyunca herhangi bir bir mali yıla ilişkin temettülerin bir sonraki mali yıl içerisinde nakit olarak dağıtılabılır dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/5)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devam)

Piyasa Yaklaşımı'nın da Kurucu İntifa Senetleri'nin değerlendirilmesi için uygulanabilir olup olmadığı tarafımızca sorgulanmıştır. Esas sözleşme kapsamında; ANACM'nin Topkapı Şişe Sanayii A.Ş. ile birleşmesiyle beraber 2.000 adeti Topkapı Şişe Sanayii A.Ş kurucularının adına, toplam 4.709 adet Kurucu İntifa Hisse Senedi'nin yeniden ANACM bünyesinden dağıtıldığı anlaşılmaktadır. Topkapı Şişe Sanayii A.Ş.'nin kurucu şahıslarına ait hisselerin ikinci el piyasalarda satışa konu edildiği dair halka açık bir bilgiye ulaşılamamıştır. *Şişecam yeniden dağıtım sonrası 2017 yılında Camiş Madencilik A.Ş.'den devir yoluyla 38 adet senet alarak toplam sahip olduğu senet sayısını 2.738'e yükseltmiştir. Şişecam'ın halka açık mali tablolarından elde edilen bilgiye göre bu işlem için Şişecam'ın Camiş Madencilik A.Ş.'ye 154 bin TL ödemiştir.*

Piyasa Yaklaşımı kapsamında kullanılmak üzere yeterli sayıda gerçekleşmiş işlem verisine ulaşılamamıştır. Bu neden Piyasa Yaklaşımı Kurucu İntifa Senetleri'nin değerlendirilmesinde dikkate alınmamıştır.

Çalışma Ekibi

Değerleme çalışmasında çalışan 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.*

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/5)

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Kurucu İntifa Senetleri ile ilgili herhangi bir işlemde hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin bu çalışma için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin; Şişecam veya ANACM, bu şirketlerin bağlı ortaklıkları veya iştirakleri ile doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmalarında hizmeti alan şirketin yöneticileri ve çalışanları çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. 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 ANACM esas sözleşmesi, geçmiş dönem finansal tablolar ve kar dağıtım tabloları baz alınmış olup, Şirket yönetimi ile tartışılarak kullanılmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (5/5)

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.

Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular

Uzman Kuruluş Raporu

Kurucu İntifa Senetleri için yapılan değerlendirme çalışması sonuçları ile ANACM'nin toplam hisse değerinin tahminini içeren 27 Nisan 2020 tarihli ve "Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. - Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu" isimli rapor içerisindeki çalışmanın sonuçları arasında ilişkiyi anlamaya çalışırken çalışmaların kapsam ve amaçları arasındaki farkların dikkate alınması gerekmektedir.

Uzman Kuruluş Raporu içerisinde ANACM değerlendirme çalışması şirketin finansal ve stratejik kontrolünü elinde bulunduran toplam hisselerinin değerini tahmin etmeye yönelik yapılmış bir çalışmadır. Bu nedenle ANACM'nin toplam hisse değeri, benzer bazda yapılan uluslararası değerlendirme çalışmalarında kabul görmüş, değerlendirme yöntemleri kullanılarak tahmin edilmiştir. ANACM'nin toplam hisse değeri tahmini direkt olarak ANACM'ye ait geçmiş finansal veriler ve finansal projeksiyonlar kullanılarak tahmin edilmiştir.

Kurucu İntifa Senetleri; daha önce de belirtildiği üzere, değerleri ANACM'nin finansal performansına bağlı ancak sahibine yönetime katılma ve dolayısıyla bu performansı belirlemeye yönelik söz hakkı tanımayan, getirisinin tahmin edilmesi çok kolay olmayan imtiyazlardır. Kurucu İntifa Senetleri'nin diğer ANACM payları gibi kontrol ve temsil haklarının olmamasından dolayı, ANACM'nin toplam hisse değeri tahmini üzerinden yola çıkarak Kurucu İntifa Senetleri'ne değer atamanın uygun olmayacağı düşünülmüştür. Dolayısıyla, Kurucu İntifa Senetleri'nin değeri anlaşılmaya çalışılırken yapılan analizler ANACM'nin geçmiş finansal performansı ve geleceğe yönelik finansal beklentilerinden ziyade Kurucu İntifa Seneti gerçekleşmiş getiri tutarlarına odaklanmıştır.

2019 Yılı Temettü Ödemeleri Hakkında

ANACM yönetimi tarafından 28 Mayıs 2020 tarihli alınan karar gereğince, 2019 yılına ait ödemesi gereken temettü tutarlarının iki taksit halinde senet sahiplerine dağıtılması planlanmıştır. İlk taksitin ödemesi 29 Mayıs 2020'de gerçekleşmiş olmakla beraber, ikinci taksitin ödemesinin 1 Ekim 2020'de gerçekleşmesi planlanmaktadır. Ancak, Şirket yönetimi tarafından sağlanan güncel bilgiler doğrultusunda Kurucu İntifa Senetleri sahiplerine yapılacak ikinci taksit temettü ödemelerinin ANACM ile Şişecam ve diğer Şişecam iştiraklerinin planlanmış yasal birleşmeleri öncesinde gerçekleşeceği anlaşılmaktadır. *Şişecam yönetimi temettülerin dağıtılmasından sonra ve yasal birleşmeden önce Kurucu İntifa Senetleri'ni satın almayı planladığını belirtmiştir. Dolayısıyla; değerlendirme çalışması kapsamında tahmin edilen Kurucu İntifa Senetleri değeri içerisinde, 2020 yılında yapılması beklenen temettü ödemeleri dikkate alınmamıştır.*

Çalışma Özeti

Değerleme Sonucu

ANACM'nin Kurucu İntifa Senetleri'nin 31 Aralık 2019 tarihi itibariyle toplam değeri **116,547,248 TL** olarak tahmin edilmiştir. Buna göre bir adet Kurucu İntifa Senedi'nin değeri ise **24,750 TL** olarak tahmin edilmiştir.

TL	Tahmin 2019 Fiyatları	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	DED
Hak Edilen Temettü Tutarı Tahmini	12,461,123	13,958,950	15,636,815	17,439,740	19,270,913	21,101,650	22,895,290		24,726,913
Ortalama Enflasyon, (%)		%12.0	%12.0	%11.5	%10.5	%9.5	%8.5		%8.0
Temettü Tutarı Nakit Akımı Tahmini			13,958,950	15,636,815	17,439,740	19,270,913	21,101,650	22,895,290	24,726,913
Nakit Akımı Tarihi			5/30/2021	5/30/2022	5/30/2023	5/30/2024	5/30/2025	5/30/2026	
Değişim, (%)				12.0%	11.5%	10.5%	9.5%	8.5%	8.0%
Sermaye Maliyeti		%23.8	%22.5	%22.1	%21.4	%20.4	%19.3	%18.8	%18.8
Ortalama Dönem Etkisi		1.00	1.41	2.41	3.41	4.42	5.42	6.42	
İskonto Tutarı		0.8078	0.74322	0.6076	0.4987	0.4123	0.3437	0.2886	0.2886
İndirgenmiş Temettü Tutarı		-	10,374,565	9,500,205	8,697,742	7,944,802	7,253,582	6,608,224	66,168,128

TL	31/12/2019
2020-2026 İ. Nakit Akımları Toplamı	50,379,120
Devam Eden Değer	66,168,128
Toplam Değer	116,547,248

Kurucu İntifa Senetleri Adetleri

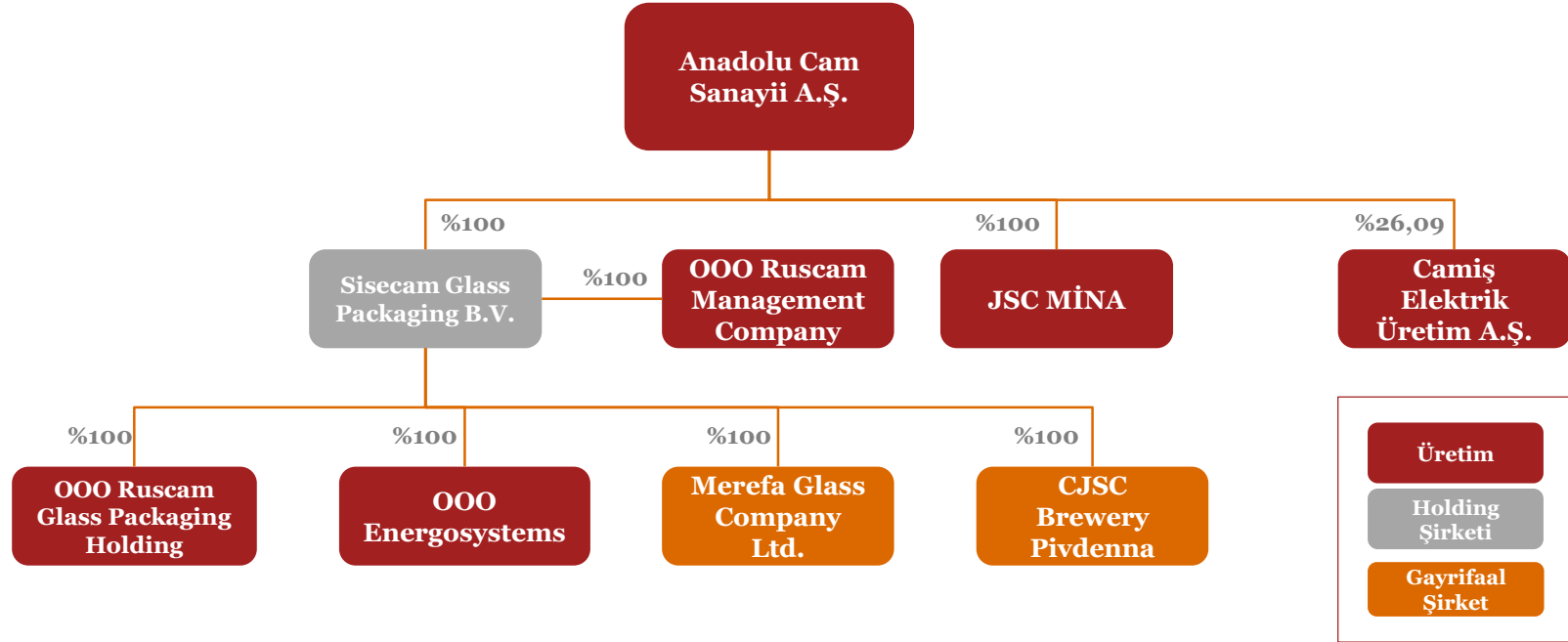
Şişecam'ın elindeki senetler	2,738
Diğer senetler	1,971
Toplam	4,709

1 Adet Kurucu İntifa Senedi Değeri	24,750
---	---------------

Değerleme Analizi

Ortaklık Yapısı

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

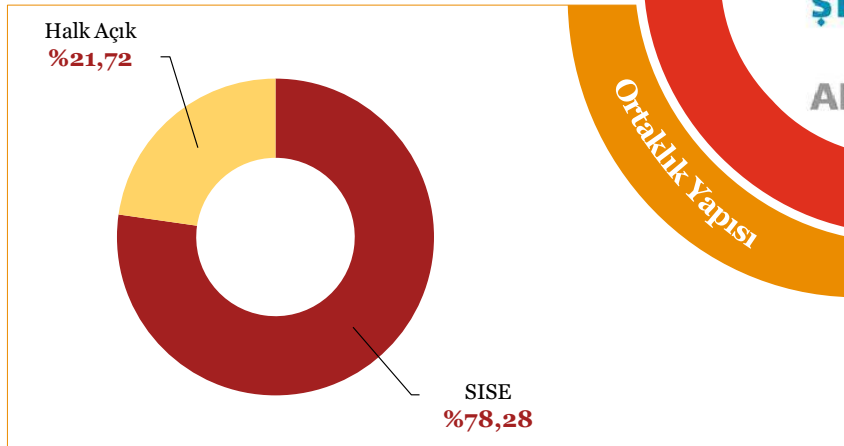
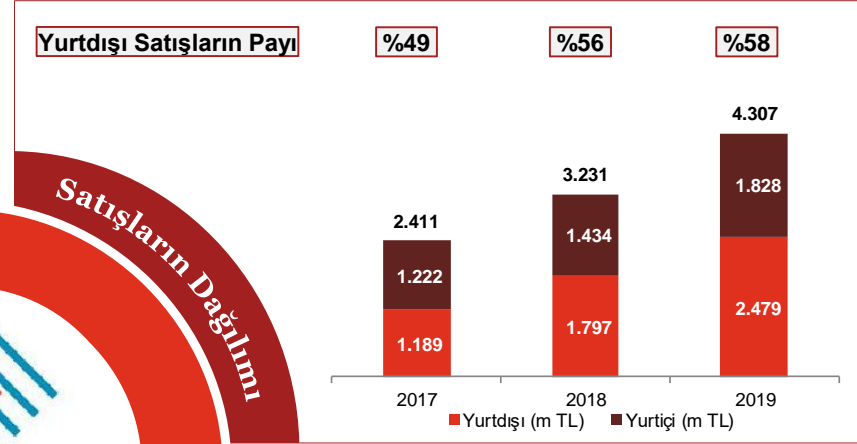


Kaynak: Şirket yönetimi

Genel Bilgiler

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

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



ŞİŞECAM
CAM
AMBALAJ

Satışların Dağılımı

Kapasite

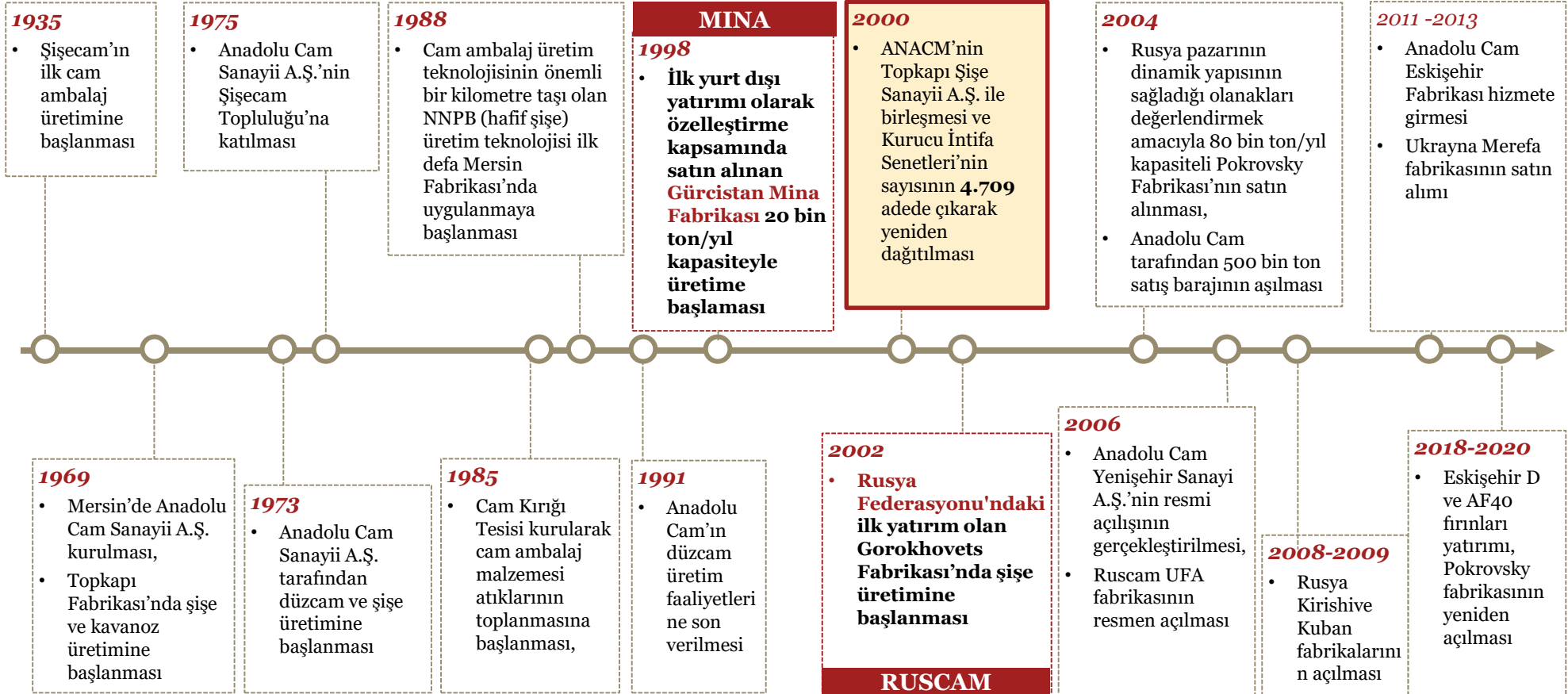
Ortaklık Yapısı

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

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

Kaynak: Şirket Yönetimi

Önemli Tarihsel Gelişmeler



Kaynak: Şirket Yönetimi

Faaliyetler ve Temel Göstergeler

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

Üretim



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

Satışlar



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

Çalışanlar



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

Ürünler



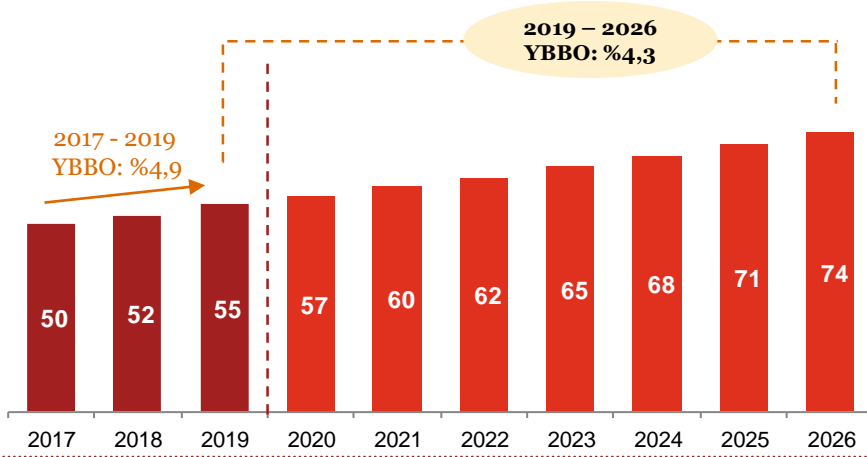
- Gıda, su, maden suyu, meşrubat, meyve suyu, süt, bira şarap ve diğer yüksek alkollü içecekler ile ecza ve kozmetik sektörlerine çeşitli hacim ve renklerde cam ambaj üretmektedir.
- Öne çıkan ürün tasarımları sayesinde 2019 yılında, Türkiye İhracatçılar Meclisi, Word Packaging Organization ve Red Dot-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

Kaynak: Şirket Yönetimi

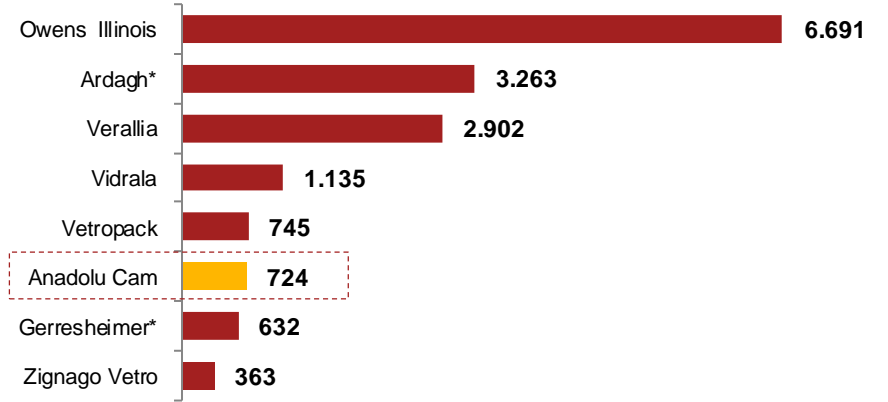
Küresel Cam Ambalaj Pazarı

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

Global Cam Ambalaj Pazarı (milyar \$)

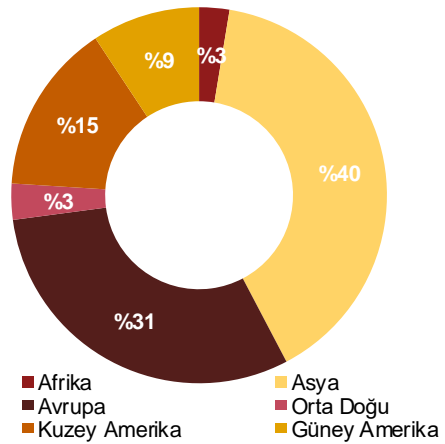


Küresel Oyuncular Satış Gelirleri 2019 (milyar \$)

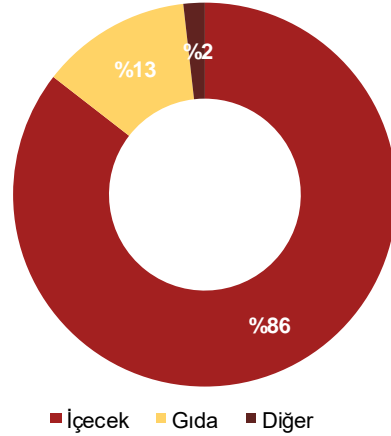


*Sadece cam ambalaj faaliyetleri ile gelirleri dikkate alınmıştır.

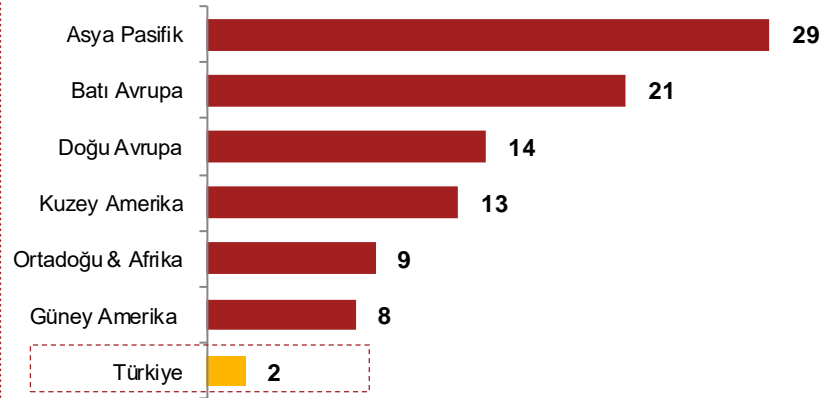
Bölgesel Bazda Dağılım (2019)



Sektörel Bazda Kırılım (2019)



Bölgesel Üretim Kapasitesi (milyon ton)

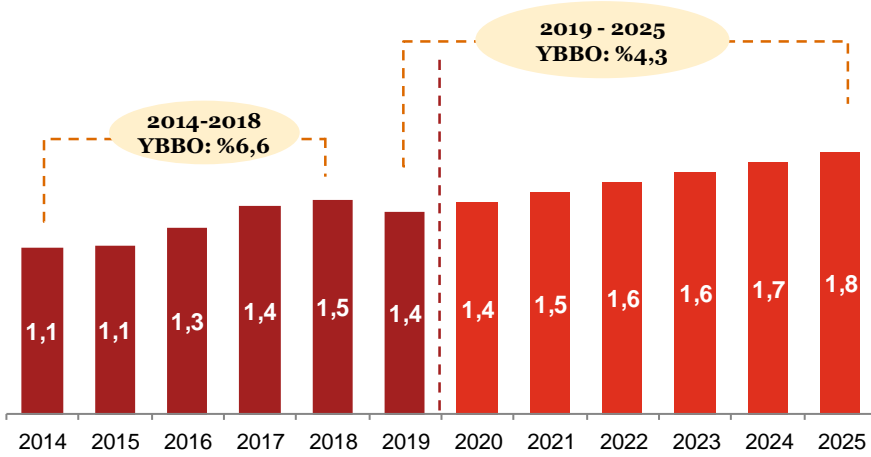


Kaynak: Capital IQ, Şirket Yönetimi, PwC Analizi

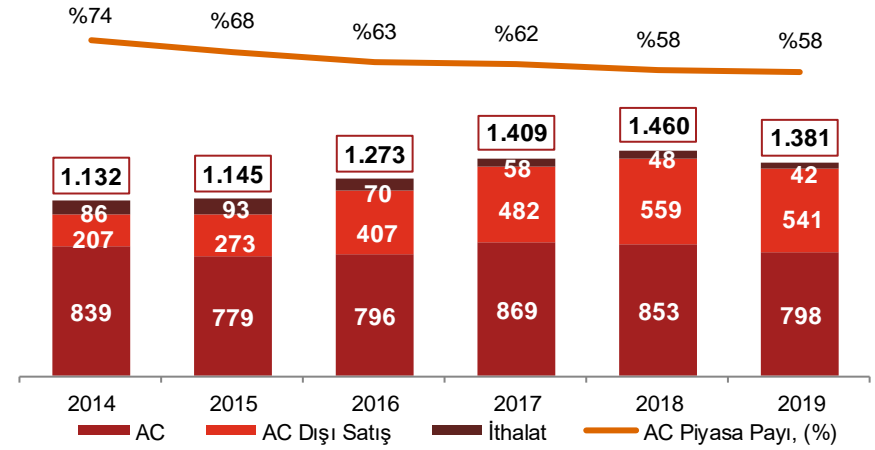
Türkiye Cam Ambalaj Pazarı

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

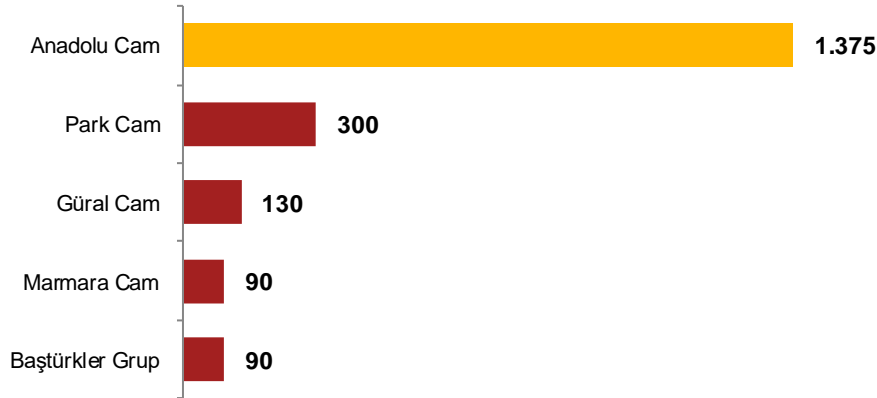
Türkiye Cam Ambalaj Sektörü (m ton)



Türkiye Cam Ambalaj Sektörü (bin ton)

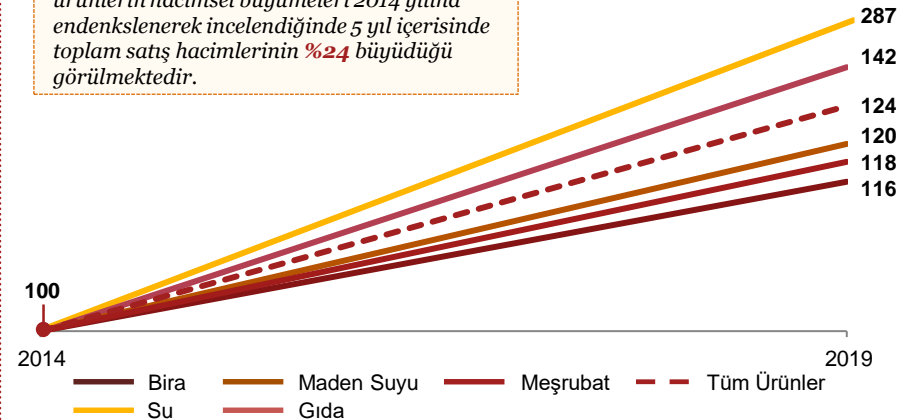


Türkiye'deki Cam Ambalaj Üretim Kapasitesi 2019 (bin ton)



Türkiye Cam Ambalaj Sektörü Ürün Endeksi

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



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Geçmiş Finansal Tablolar (1/2)

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

Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

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

1 2019 yılında Şişecam'ın gerçekleştirmiş olduğu 700m \$ tahvil ihracının 140m \$ kadarlık kısmını ANACM'ye aktarmıştır. Finansman sonrası nakit ve nakit benzerleri 1 milyar TL'ye yükselmiştir. Bu tutarın 938m TL'ye denk gelen kısmı vadesi 3 aydan kısa mevduatlar hesabında yer alırken kalan tutar vadesiz mevduat hesaplarında tutulmaktadır.

2 Ticari alacakların en önemli kısmı Anadolu Cam'ın ve Ruscam'ın ticari alacaklarından oluşmaktadır. 2019 yılında Türkiye cam ambalaj pazarında yaşanan durgunluk sebebiyle ticari alacak devir gün sayılarında artış yaşanmıştır. Ruscam kaynaklı ticari alacak bakiyesinde ise devir gün sayıları bir önceki yıla paralel olmasına rağmen Ruscam'ın 2019 yılında satışlarının artması ve TL'nin ilgili yılda Ruble'ye karşı değer kaybetmesi nedeniyle TL cinsinden alacaklarda artış yaşanmıştır.

3 2019 yılında Yenişehir fabrikasında gerçekleştirilen soğuk onarım sonucunda Anadolu Cam'ın üretim kapasitesi artmıştır. 2019 yılında Türkiye'de cam ambalaj sektörü çok hızlı geçen 2018 yılına kıyasla bir miktar yavaşlama tecrübe etmiştir. Bu nedenle 2019 yılı sonunda stoklar, normalden düşük olan 2018 yılı seviyesi ile karşılaştırıldığında, bir miktar yukarıda gerçekleşmiştir.

4 ANACM'nin sabit kıymetleri büyük ölçüde cam ambalaj üretimi için gerekli olan fırınlardan oluşmaktadır. 2018 ve 2019 yıllarında Anadolu Cam iki adet büyük fırın yatırımı gerçekleştirmiş olup yapılan yatırım harcamaları sonucunda ANACM'nin sahip olduğu maddi duran varlıkların büyüklüğü 3,5 myr TL'ye yükselmiştir.

5 ANACM'nin 3,6 myr TL'ye ulaşan finansal borçlarının tek kalemde en önemli kısmını SISE'nin ihraç etmiş olduğu tahviller oluşturmaktadır (31.12.2019 - 1,2 myr TL, yaklaşık 200m \$).

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Geçmiş Finansal Tablolar (2/2)

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

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

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

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

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

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

Değerleme Analizi

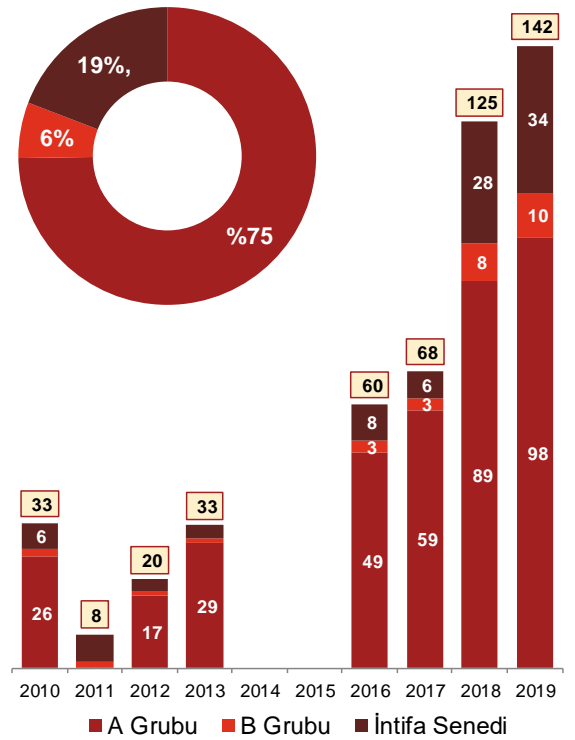
Hisse Grupları ve Kurucu İntifa Senetleri

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

ANACM Hisse Grupları

	A Grubu	B Grubu	Kurucu İntifa Senetleri
SISE	%76,89	%100,00	%58,14
Diğer (Halka açık)	%23,11	-	-
Diğer (Kurucu)	-	-	%41,86
Toplam çıkarılmış sermaye (750m TL)			
Adet	1 kuruş nominal değerde 73.751.389.432 adet 737.513.894,321 TL	1 kuruş nominal değerde 1.284.610.568 adet 12.486.105,679 TL	4.709
Kar Dağıtım Özel Hükümler	<ul style="list-style-type: none"> Bulunmamaktadır. 1. ve 2. kar payı içerisinde toplam çıkarılmış sermaye içerisindeki payı kadar kâr hakkı vardır. 	<ul style="list-style-type: none"> 1. ve 2. kar payı içerisinde toplam çıkarılmış sermaye içerisindeki payı kadar kâr hakkı vardır. 1. kar payının dağıtımından sonra kalan dağıtılabilir karın* %10'unun %20'si ana sözleşmenin 9. maddesi gereği B Grubu'na dağıtılır. 	<ul style="list-style-type: none"> 1. kar payının dağıtımından sonra kalan dağıtılabilir karın* %10'unun %80'i ana sözleşmenin 9. maddesi gereği Kurucu İntifa Senetleri'ne dağıtılır.
Sermaye Temsil Oranı	%98,34	%1,66	-

Nakit Kar Payı Dağıtım



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

Kaynak: Şirket Yönetimi *Yıl içerisinde dağıtılan ve giderleştirilen bağışlar düşüldükten sonra

Değerleme Analizi

Kurucu İntifa Senetleri Hakkında Bilgi

Aşağıda ANACM esas sözleşmesinden alınmış Kurucu İntifa Senetleri'ni tanıttıcı bilgiler paylaşılmaktadır:

Topkapı Şişe Sanayii A.Ş. 1969 yılındaki kuruluşunda 2.000 adet bedelsiz ve serbestçe devri kabil kurucu intifa senedi çıkarmıştır. Bu kurucu intifa senetlerinin 850 adedi Nuh Kuşçulu'ya ve 150 adedi Nejat Mavituna'ya şirketin kurulmasında, müsbet bir çalışma sahası sağlanmasında ve mesaisinin tanziminde ifa ettiği hizmetten dolayı verilmiş ve artan 1.000 adedi ise ilk sermayeyi teşkil eden (10.000.000 TL) kurucular tarafından taahhüt edilen beher hisse başına (10.000 TL) bir adet verilmek üzere, ilk sözleşmede ismi bulunan kuruculara dağıtılmıştır.

Topkapı Şişe Sanayii A.Ş.'nin ANACM'ye devri ile ilgili olarak yapılan sermaye artırımını sebebiyle, Topkapı Şişe Sanayii Anonim Şirketi ortakları için artırılan 11.067.108.547.000 TL sermayeyi temsilen yukarıda konu edilen 2.000 adet kurucu intifa senedine ilaveten aynı haklara haiz, 2.709 adet bedelsiz ve serbestçe devri kabil kurucu intifa senedi çıkarılmıştır. Bu kurucu intifa senetleri, Topkapı Şişe Sanayii A.Ş. ortaklarına devir öncesi sermayesindeki payları oranında bedelsiz olarak dağıtılmıştır. Böylece **kurucu intifa senedi sayısı 4.709 adede** ("Kurucu İntifa Senetleri") ulaşmıştır.

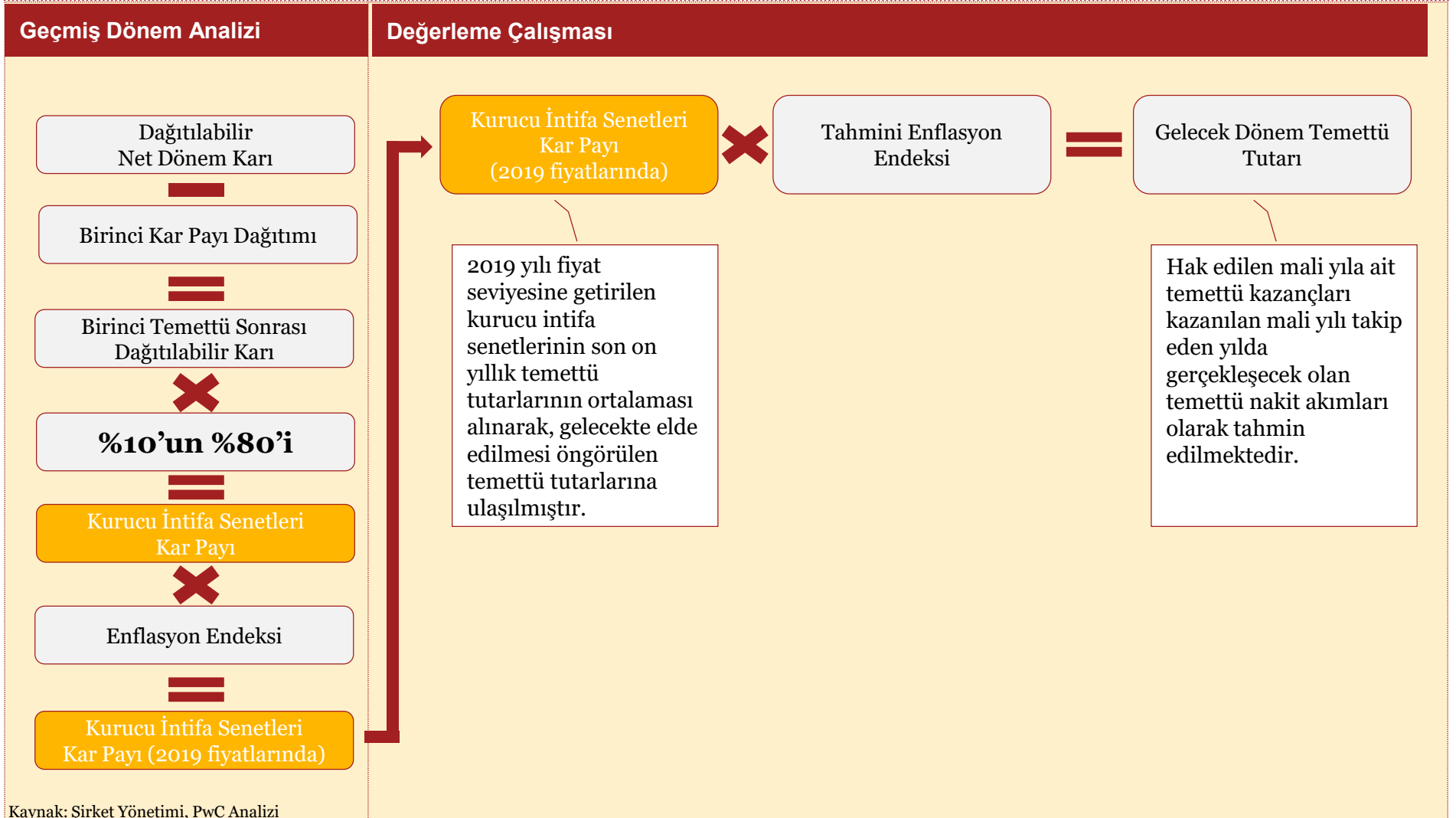
Kurucu İntifa Senetleri'nin sahiplerine sağladığı faydalar (temettüler) senetlerin değeri belirlenirken dikkate alınması gereken en önemli faktördür. Bu faydalar ANACM ile ilişkili olmasına rağmen ANACM'nin faaliyetlerinin direkt ya da dolaylı kontrolünden ortaya çıkmamakta, senet sahibinin kontrolü dışında meydana gelmektedir. Bu durum, Kurucu İntifa Senetleri'nin değerlendirme yönteminin belirlenmesinde dikkate alınmış en önemli bulgu olmuştur.

Kurucu İntifa Senetleri'nin değerlemesine dikkate alınan yöntemin belirlenmesinde izlenen rasyonel ve etkili olmuş koşullar aşağıda açıklanmaktadır:

- Şirket yönetiminden alınan bilgilere göre Kurucu İntifa Senetleri'nin, A ve B Grubu paylar aksine, ANACM yönetiminde sahiplerine söz sahibi olma hakkı vermediği anlaşılmaktadır.
- Kurucu İntifa Senetleri'ne, ilgili dönem karının dağıtılması ya da sermayeye eklenmesine karar verilmesi durumunda, belli bir oranda kar dağıtımı yapılması gerekmektedir. Ancak karın nakit olarak dağıtılması ya da sermayeye eklenmesine dair hususlara pay sahipleri tarafından karar verilmektedir. Bu durum, Kurucu İntifa Senetleri'nin elde edebileceği temettü miktarı üzerinde belirsizlik yaratmaktadır.
- Kurucu İntifa Senetleri'nin ANACM paylarından farklı olan bu durumu, değerlendirme yönteminin belirlenmesinde önemli bir varsayım olarak ön plana çıkmıştır. *Kurucu İntifa Senetleri'nin Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Temettüler Yöntemi'ne (İYT) göre tahmin edilmiştir.*
- *İYT yöntemi uygulanırken temettü tahminleri yerine gerçekleşmiş temettü dağıtımları dikkate alınmıştır.* Bu yöntemin uygulama detayları takip edilen sayfada anlatılmaktadır.
- Gerçekleşmiş temettü dağıtım tutarları, ANACM'nin faaliyetlerinin ilgili dönemlerdeki büyüme performansından bağımsız bir şekilde dikkate alınmıştır.

Değerleme Analizi

Değerleme Metodu



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

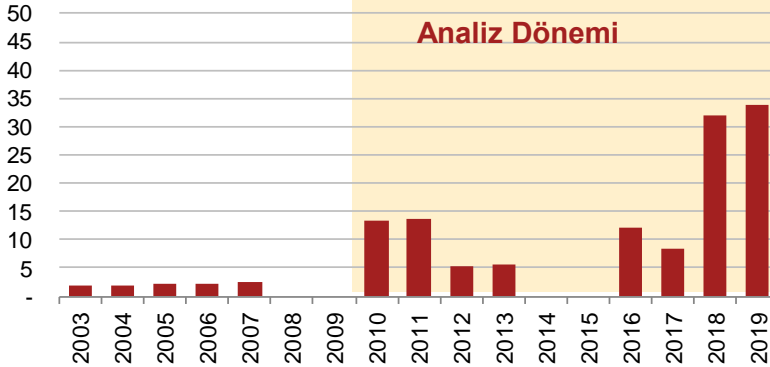
Değerleme Analizi

Geçmiş Dönem Temettü Analizi

Geçmiş dönem temettü analizi, geçtiğimiz 10 yıl boyunca Kurucu İntifa Senetleri'nin sahipleri için yıllık ortalama 2019 fiyatlarında yaklaşık **12m TL** temettü geliri yarattığını göstermektedir. Ortalama hesaplanırken ilgili dönemde Kurucu İntifa Senetleri'nin temettü almadığı yıllar da dikkate alınmıştır.

TL	Referans	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Dönem Karı / (Zararı)	A	100,988,749	120,952,670	51,468,602	72,797,304	14,111,439	31,318,908	464,990,000	183,872,000	450,743,000	527,224,000
Dönem Karı / (Zararı)'nın Paylar Arasında Dağılımı											
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	b	(1,153,585)	(13,340,192)	(20,137,383)	(38,607,890)	(87,667,518)	(20,282,604)	8,132,419	2,555,000	-	-
Ana Ortaklık Payları	A-b=C	102,142,334	134,292,862	71,605,985	111,405,194	101,778,957	51,601,512	456,857,581	181,317,000	450,743,000	527,224,000
KVK'nın 5/1-e Maddesi Gereği Özel Fona Alınan Tutar	d	(4,463,693)	(188,738)	-	-	(89,700,342)	(55,320,475)	-	(34,647,406)	-	-
Genel Kanuni Yedek Akçe	e	(4,816,308)	(4,816,308)	(4,637,260)	(16,274,981)	(12,544,722)	(11,231,839)	(3,907,587)	(7,841,015)	(12,161,815)	(5,289,782)
Ana Ortaklara Net Dağıtılabilir Dönem Karı	C-d-e=F	97,678,641	129,287,816	66,968,725	95,130,213	(466,107)	(14,950,802)	452,949,994	138,828,579	438,581,185	521,934,218
Yıl İçinde Yapılan Bağışlar (+)	g	96,405	188,738	424,813	1,713,761	325,580	46,017	307,667	36,197	1,940,007	5,332,681
Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Karı	F+g=H	97,775,046	129,476,554	67,393,538	96,843,974	(140,527)	(14,904,785)	453,257,661	138,864,776	440,521,192	527,266,899
Ortaklara Birinci Kar Payı Dağılımı											
Nakit		25,968,628	-	17,000,000	29,000,000	-	-	50,000,000	60,000,000	90,000,000	100,000,000
Bedelsiz		-	51,937,257	16,814,363	29,000,000	-	-	300,000,000	-	-	-
Toplam Birinci Kar Payı Dağıtım	G	25,968,628	51,937,257	33,814,363	58,000,000	-	-	350,000,000	60,000,000	90,000,000	100,000,000
Birinci Temettü Sonrası Net Dağıtılabilir Dönem Karı	F-G=I	71,710,013	77,350,559	33,154,362	37,130,213	(466,107)	(14,950,802)	102,949,994	78,828,579	348,581,185	421,934,218
İntifa Senedi Kar Payı	I x %10 x %80=J	5,736,801	6,188,045	2,652,349	2,970,417	-	-	8,236,000	6,306,286	27,886,495	33,754,737
<i>Enflasyon Endeksi</i>	<i>K</i>	<i>2.34</i>	<i>2.20</i>	<i>2.02</i>	<i>1.88</i>	<i>1.73</i>	<i>1.61</i>	<i>1.49</i>	<i>1.34</i>	<i>1.15</i>	<i>1.00</i>
2019 Fiyatlarıyla İntifa Senedi Temettü Tutarı	J*K=L	13,447,874	13,624,169	5,362,894	5,587,505	-	-	12,264,660	8,449,723	32,119,665	33,754,737
İntifa Senetlerine Dağıtılan Ortalama Temettü		12,461,123									

Kurucu İntifa Senetleri - Nakit Kar Payı Dağıtım, (m TL, 2019 fiyatları)



2000 yılında dağıtımlarından sonra Kurucu İntifa Senetleri 2010 yılına kadar sahiplerine önemli bir nakit getiri sağlayamamışlardır. 2000 ve 2010 yılları arasındaki dönem ANACM'nin yoğun olarak Rusya'da yatırım yaptığı yıllara denk gelmektedir. Türkiye'deki faaliyetlerin mevcut duruma göre daha sınırlı olması ve Rusya yatırımlarının da mevcut durumdaki büyüklüğüne henüz ulaşmamış olması nedeniyle söz konusu dönemin Kurucu İntifa Senetleri'nin geleceğe yönelik dağıtabileceği temettü tutarının ölçülmesi açısından uygun bir temettü performansı teşkil etmediği düşünülmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Değerleme Analizi Sonuçlar

ANACM'nin Kurucu İntifa Senetleri'nin 31 Aralık 2019 tarihi itibariyle toplam değeri **116,547,248 TL** olarak tahmin edilmiştir. Buna göre bir adet Kurucu İntifa Senedi'nin değeri ise **24,750 TL** olarak tahmin edilmiştir.

TL	Tahmin 2019 Fiyatları	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	DED
Hak Edilen Temettü Tutarı Tahmini	12,461,123	13,958,950	15,636,815	17,439,740	19,270,913	21,101,650	22,895,290		24,726,913
Ortalama Enflasyon, (%)		%12.0	%12.0	%11.5	%10.5	%9.5	%8.5		%8.0
Temettü Tutarı Nakit Akımı Tahmini		13,958,950	15,636,815	17,439,740	19,270,913	21,101,650	22,895,290		24,726,913
Nakit Akımı Tarihi		5/30/2021	5/30/2022	5/30/2023	5/30/2024	5/30/2025	5/30/2026		
Değişim, (%)			12.0%	11.5%	10.5%	9.5%	8.5%		8.0%
Sermaye Maliyeti		%23.8	%22.5	%22.1	%21.4	%20.4	%19.3	%18.8	%18.8
Ortalama Dönem Etkisi		1.00	1.41	2.41	3.41	4.42	5.42	6.42	
İskonto Tutarı		0.8078	0.74322	0.6076	0.4987	0.4123	0.3437	0.2886	0.2886
İndirgenmiş Temettü Tutarı		-	10,374,565	9,500,205	8,697,742	7,944,802	7,253,582	6,608,224	66,168,128

TL	31/12/2019
2020-2026 İ. Nakit Akımları Toplamı	50,379,120
Devam Eden Değer	66,168,128
Toplam Değer	116,547,248

Kurucu İntifa Senetleri Adetleri

Şişecam'ın elindeki senetler	2,738
Diğer senetler	1,971
Toplam	4,709

1 Adet Kurucu İntifa Senedi Değeri	24,750
---	---------------

Ekler

1	Görüşülen Kişiler	27
2	Bilgi Kaynakları	28
3	Sermaye Maliyeti ve Enflasyon Tahminleri	29
4	Kısaltmalar	31

Görüşülen Kişiler

Görüşülen Kişi	Şirket Adı	Görev
Görkem ELVERİCİ	SISE	Başkan, Mali İşler
Gökhan GÜRALP	SISE	Mali Kontrol ve Raporlama Direktörü
Tolga İŞMEN	SISE	Baş Hukuk Müşaviri

Bilgi Kaynakları

Finansal Bilgi	Açıklama
Konsolide Mali Tablolar ve Kar Dağıtım Tabloları	TMS/TFRS'ye uygun, Güney Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş.'nin bağımsız denetiminden geçmiş tarihli konsolide mali tablolar, denetim raporlar ve kar dağıtım tabloları
Esas Sözleşme	ANACM Esas Sözleşmesi

Halka Açık Diğer Kaynaklar

- 27 Nisan 2020 tarihli "Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. - Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu"
- KAP

Sermaye Maliyeti ve Enflasyon Tahminleri

Kurucu İntifa Senetleri'nin değerleme çalışmasında iskonto oranı olarak ANACM için Uzman Kuruluş raporunda tahmin edilmiş sermaye maliyeti dikkate alınmıştır. ANACM için yapılmış değerleme çalışmasının ile Kurucu İntifa Senetleri değerleme çalışmasının yakın tarihli olması sebebiyle söz konusu tahminin bu değerleme çalışmasında kullanılabilirliği düşünülmüştür.

Parametre							
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	DED
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%16.8	%15.4	%15.0	%14.3	%13.3	%12.2	%11.7
Varlık Beta	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
Borç/Sermaye Oranı	%77.1	%77.1	%77.1	%77.1	%77.1	%77.1	%77.1
Hedef Kaldıraç Oranı	%43.5	%43.5	%43.5	%43.5	%43.5	%43.5	%43.5
Sermaye Beta	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5	%6.5
Sermaye Maliyeti -ANACM	%22.8	%21.5	%21.1	%20.4	%19.4	%18.3	%17.8
Ek Risk Primi	%1.0	%1.0	%1.0	%1.0	%1.0	%1.0	%1.0
Sermaye Maliyeti-Kurucu İntifa Senetleri	%23.8	%22.5	%22.1	%21.4	%20.4	%19.3	%18.8

Kurucu İntifa Senetleri'nin değer tahmininin en önemli unsuru olan temettü getirisinin belirlenmesinde herhangi bir katkısı olmadığı düşünülmüş, söz konusu belirsizliğin iskonto oranında daha iyi yansıtılabilmesi adına da ek risk primi çalışmada dikkate alınmıştır.

Ortalama Enflasyon

Ülke/Bölge	Para Birimi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	TL	%11,14	%16,33	%15,68	%12,00	%12,00	%11,50	%10,50	%9,50	%8,50

Yıl sonu Enflasyon

Ülke/Bölge	Para Birimi	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Türkiye	TL	%11,92	%20,30	%13,50	%12,00	%12,00	%11,00	%10,00	%9,00	%8,00

Kaynak: IMF, Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi, Halka Açık Kaynaklar

Beta ve Borç/Sermaye Oranı

ANACM ile benzer faaliyetlere sahip halka açık şirketlerin bilgileri incelenerek derlenmiş varlık betası ve borç/sermaye oranı tahminleri aşağıdaki tabloda gösterilmemektedir.

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

*Piyasa değeri verileri yıl sonu itibarıyla gösterilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, Capital IQ, PwC Analizi

Kısaltmalar (1/2)

Tanım	Açıklama	Tanım	Açıklama
\$	Amerikan Doları	KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
ABD	Amerika Birleşik Devletleri	KGK	Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
ANACM	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	LTD	Limited Company
Anadolu Cam	Anadolu Cam Sanayii A.Ş'nin Solo UFRS Mali Tabloları	m	milyon
A.Ş.	Anonim Şirketi	MY	Mali Yıl
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar	myr	milyar
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar	Ruscam	OOO Ruscam Glass Packaging Holding'nin Solo UFRS Mali Tabloları
GY	Gelir Yaklaşımı	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
IMF	Uluslararası Para Fonu (UPF)	S.M.M.M	Serbest Muhasebeci Mali Müşavir
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları	SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
İTY	İndirgenmiş Temettüleri Yöntemi	TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

Kısaltmalar (2/2)

Tanım	Açıklama
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
UVBO	Uzun Vadeli Büyüme Oranı
vb.	ve benzeri
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı



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