

Şirket Güncelleme

Birleşme Süreci, takvim, son gelişmeler...

Şişe Cam, grup şirketlerini (TRKCM, Paşabahçe, ANACM, SODA ve DENCM) tek çatı altına birleştirme niyetini, 30.01.2020 tarihinde açıklamıştı. Birleşme işlemi verimliliği arttırmak ve maliyet tarafında sinerji yaratmanın yanı sıra daha yüksek piyasa değerine ve likiditeye sahip bir şirket ortaya çıkaracak. Şişecam, tedarik zincirinin merkezileştirilmesi ve faaliyet giderlerinde sağlanacak kazanımlar neticesinde birleşmeyi takip eden 2-3 yıl içinde konsolide bazda 200-300 baz puanlık bir FAVÖK marjı iyileşmesi öngörüyor. Bu kazanımların 350-550mn TL net maliyet tasarrufuna karşılık geleceğini hesaplıyoruz. Ek olarak, yönetim yapısının yalınlaşması ve yönetim kabiliyetinin artmasının şirketin karar alma süreçlerine olumlu yansımaları bekliyoruz.

27 Nisan tarihinde Şişecam'ın devam eden birleşme sürecine ilişkin değişim oranlarının belirlendiği değerlendirme raporu yayınlandı ve şirket birleşme için SPK'ya resmi başvuru yaptığını açıkladı. SPK başvuru süreci ile ilgili verilen metinler için SPK yapılan başvuruyu değerlendirmekte olup, Kurul'un değişiklik önerileri olması halinde Şişecam'ın gerekli açıklamaları kamuoyuyla paylaşması beklenmektedir.

Birleşme İşleminin gerçekleştirilmesi için ön izin alınması gereken bir diğer kamu kurumu Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu ("EPDK") olup, EPDK'ya da gerekli başvurular yapılmıştır. EPDK'nın başvuruları değerlendirmesi devam etmektedir. Şişecam, EPDK başvurusunun takvimi etkilemeyecek şekilde onaylanmasını tahmin ettiğini belirtmiştir.

Kontrol değişikliği yaratmayan birleşme ve devralmalarda Rekabet Kurumundan izin alınması gerekmediğinden herhangi bir başvuru yapılmamıştır.

Birleşme işlemine ilişkin olağanüstü genel kurul toplantılarının, birleşmenin 2019 yılsonu bilançolarını esas alması itibarıyla en geç 31 Ağustos 2020 tarihinde yapılması zorunludur. Sürecin planlanan takvimde devam ettiği senaryoda, ilgili genel kurul toplantılarının birkaç güne yayılacak şekilde 24 Ağustos 2020 ile başlayan hafta yapılabileceğini öngörüyoruz. Birleşme ile alakalı SPK onayının, 8 aylık dönemin aşılmasına sebep olacak bir tarihte bildirilmesi halinde, revize birleşme raporu hazırlanıp birleşme başvurusu devam ettirilebilir.

Şişe Cam'ın birleşme süreci ile ilgili 29 Haziran tarihinde yaptığı ek açıklamaya [linkten](#) ulaşılabilir.

AL

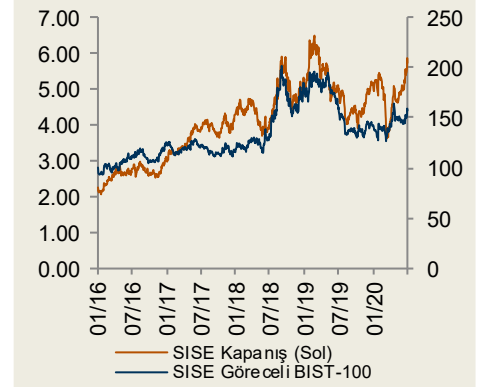
Yükselme Potansiyeli 17%

Kodu	TL (₺)	ABD \$
Fiyat Bilgileri		
Kapanış	5.74	0.84
12 Aylık Hedef Fiyat	6.70	0.92
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	6.70	0.92
Piyasa Değeri (mn)	12,915	1,884
Halka Açık PD (mn)	3,996	583
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	145.6	22.0
Hisse sayısı (Adet mn)		2,250
Takas Saklama Oranı (%)		31

Çarpanlar	2019G	2020T	2021T
F/K	6.8	7.7	6.7
PD/DD	0.9	0.8	0.7
FD/FAVÖK	5.3	5.9	4.3

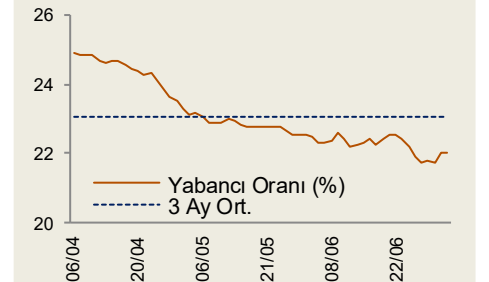
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL (₺)	14.6	12.1	14.3
ABD \$	13.6	-2.6	-6.5
BIST-100 Relatif	7.0	10.8	-1.8

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 3.62 5.88

Yabancı Oranı (%) Cari (%) 22



Kayahan Demirak

kdemirak@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 52

Ayrılma hakkı kullanımı ile ilgili detaylar...

Şişe Cam birleşmesinde, ayrılma hakkına konu payların diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesi hususu dışında eski Önemli Niteliklerdeki İşlemler Tebliği esas alınacaktır. Buna göre:

Sise Cam, Trakya Cam, Denizli Cam, ve Soda Sanayi için ayrılma fiyatlarının hesaplanmasında işlemin kamuya ilk duyurulduğu 30 Ocak 2020 tarihinden (işlemin açıklandığı gün hariç) 30 gün önceki sürede borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması esas alınacaktır (Tablo-1)

Birleşme İşleminde ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahiplerinin belirlenmesine, 7222 sayılı Kanun'un kabul tarihinden önce açıklanmış önemli nitelikteki işlemlerde, 7222 sayılı Kanun'un Resmi Gazete'de yayınlandığı 25 Şubat 2020 tarihi esas olarak alınacaktır. Dolayısıyla Şişecam Birleşme İşleminde ayrılma hakkını kullanabilecek pay sahipleri, 25 Şubat 2020 tarihinde elinde ilgili halka açık ortaklığın paylarını bulunduran pay sahipleridir. 25 Şubat 2020 tarihinde pay sahibi olan yatırımcılar, anılan tarihteki pay adedini aşmamak şartıyla, 25 Şubat 2020 tarihi ile Birleşme İşleminin onaylanacağı genel kurul tarihine kadar payları üzerine ne şekilde tasarruf etmiş olurlarsa olsunlar, ayrılma hakkını kullanabileceklerdir. Bu çerçevede, 25 Şubat 2020 tarihinden sonra paylarını satmış olan pay sahipleri de piyasadan anılan miktarda pay satın almak suretiyle ayrılma hakkını kullanabileceklerdir.

Ayrılma hakkına konu hisseler yönetim kurullarının onaylaması halinde diğer pay sahipleri veya yatırımcılar tarafından da satın alınabilecek. (Eski tebliğde bu hisseler sadece şirketler tarafından satın alınabiliyordu)

Ayrılma hakkını kullanmak isteyen yatırımcıların yapılması beklenen birleşme gündemli Genel Kurul'a katılıp (fiziki, vekaleten veya elektronik ortamda) birleşme maddesine muhalefet şerhi koymasının gerekiyor. Ticaret Bakanlığı, Covid-19 nedeniyle, pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına fiziki ortamda katılımda bulunmaksızın elektronik ortamda veya vekaleten katılmalarını teşvik etmektedir.

Tablo 1: Temettüye Göre Düzeltilmiş Ayrılma Hakkı Fiyatları

Hisse Kodu	Ayrılma Hakkı Fiyatı	Hisse Fiyatı (03.07.2020)	Fark (%)
ANACM	4.32	4.90	-12%
DENCM	8.85	8.24	7%
TRKCM	3.37	3.73	-10%
SODA	6.14	6.46	-5%
SISE	5.13	5.74	-11%

Kaynak: Rasyonet & KAP, tüm fiyatlar TL

Şişe Cam ile ilgili tavsiyemiz...

Şişe Cam için 6,70 TL hedef fiyat ile "AL" tavsiyemiz bulunmaktadır. Şişecam için mevcut beklentilerimiz potansiyel maliyet kazanımlarının olumlu etkisini henüz yansıtmıyor. Dolayısıyla birleşme sonrası dönemde beklentilerimizde yukarı yönlü riskler mevcut.

Aşağıdaki tabloda (Tablo 2) bizim mevcut Şişecam değerlememize göre değişim oranlarının, halka açık iştirakler için hangi fiyata işaret ettiğini görebilirsiniz. Mevcut durumda, açıklanan değişim oranları ve Şişe Cam fiyat hedefimiz dikkate alındığında Şişe Cam yerine, sırasıyla, ANACM, TRKCM veya SODA taşımak nispeten daha fazla artış potansiyeli sunuyor. Mevcut değişim oranları SPK onayının ardından kesinleşecek.

Ayrılma hakkı fiyatları Denizli Cam dışındaki şirketlerde mevcut hisse fiyatlarının altındadır. Dolayısıyla, yönetim kurullarının ayrılma hakkına konu olan hisselerde yatırımcıların alım yapabilmesi yönünde karar alması durumunda ayrılma hakkı fiyatları mevcut değerlemelere göre, Sise cam, Trakya Cam, Soda ve Anadolu Cam'da, sırasıyla, %11, %10, %5 ve %12 iskontoludur.

Tablo 2: Değişimin İşaret Ettiği Hedef Fiyatlar

Hisse Kodu	Değişim Oranı	Şişecam İçin Hedef Değerimiz	Birleşmeden Sonra Hisse Başına Değer	Hisse Fiyatı (03.07.2020)	Artış Potansiyeli (%)
ANACM	0.888		5.95	4.90	21%
DENCM	0.331		2.22	8.24	-73%
TRKCM	0.676	6.70	4.53	3.73	21%
SODA	1.160		7.77	6.46	20%
SISE	1.000		6.70	5.74	17%

Kaynak: İş Yatırım Tahminleri & KAP, tüm fiyatlar TL

Sise Cam

Ortaklık Yapısı (%)

Türkiye İş Bankası A.Ş.	69.1
Diğer	22.7
Efes Holding A.Ş.	8.2

Gelir Tablosu (m n TL)

	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Net Satış Gelirleri	15,550	18,059	19,146	23,705	26,812
Brüt Kar (Zarar)	5,161	5,880	5,946	6,767	7,417
Operasyonel Giderler	2,825	3,423	3,979	426	496
Esas Faaliyet Karı	2,336	2,457	1,967	2,930	3,481
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	3,462	2,596	1,967	2,930	3,481
Düzeltilmiş Net Kar	2,289	1,905	1,670	1,917	2,224
FAVÖK	3,384	3,831	3,391	4,696	5,491

Büyümler & Opr. Perf.

	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Büyümler					
Net Satışlar	37.4%	16.1%	6.0%	23.8%	13.1%
Faaliyet Karı	58.0%	5.2%	-19.9%	48.9%	18.8%
FAVÖK	38.3%	13.2%	-11.5%	38.5%	16.9%
Net Kar	n.a	n.a	-12.3%	14.8%	16.0%

Operasyonel Performans

	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Brüt Marj	33.2%	32.6%	31.1%	28.5%	27.7%
Faaliyet Kar Marjı	15.0%	13.6%	10.3%	12.4%	13.0%
FAVÖK Marjı	21.8%	21.2%	17.7%	19.8%	20.5%
Net Kar Marjı	14.7%	10.5%	8.7%	8.1%	8.3%
Özkaynak Karlılığı	20.3%	13.9%	11.0%	11.5%	12.1%
Aktif Karlılığı	9.3%	5.7%	4.1%	4.3%	4.4%

Rasyo Analizi

	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Düzeltilmiş F / K (x)	5.5	6.6	7.5	6.5	5.6
FD / FAVÖK (x)	5.8	5.2	5.8	4.2	3.6
FD / Satışlar (x)	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
PD / Defter Değeri (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
Hisse Başı Kazanç (TL)	1.02	0.85	0.74	0.85	0.99
Hisse Başı Temettü (TL)	0.13	0.18	0.14	0.15	0.17
Temettü Verimi	2.3%	3.1%	2.6%	2.7%	3.1%
Net Borç (Nakit) (m n TL)	4,050	7,051	7,617	7,545	6,265
Net Borç / FAVÖK (x)	1.2	1.8	2.2	1.6	1.1
Net Borç / Özsermaye (x)	0.2	0.4	0.4	0.3	0.2

Faaliyet Konusu

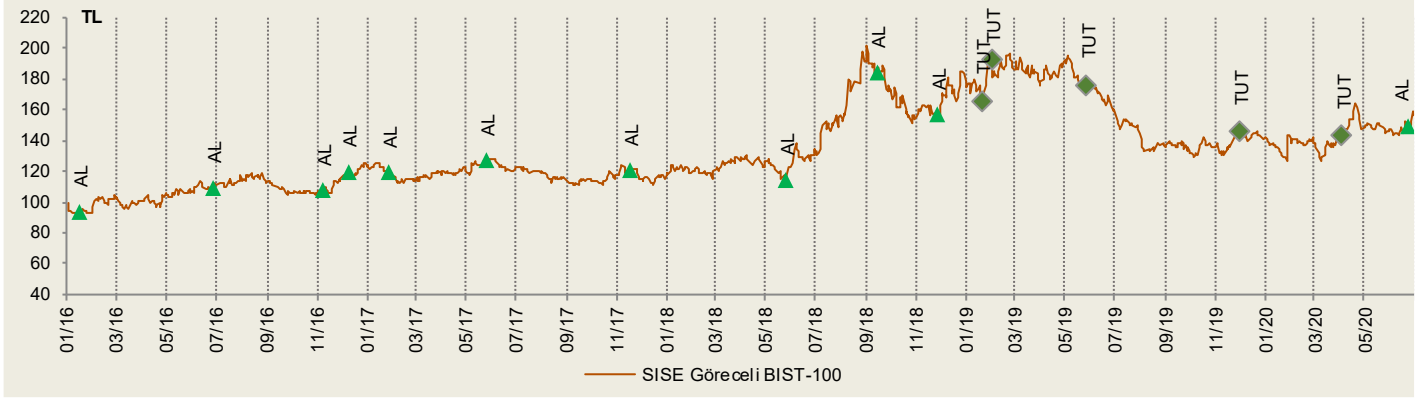
Şirketimiz 1934 yılında Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin desteği ile kurulmuş ve Paşabahçe Cam Fabrikası'nın 1935 yılında üretime başlaması ile fiilen faaliyete geçmiştir. Şirketimizin halen 8 (sekiz) bağlı ortaklığı, 17 (onyedii) iştiraki, ve 2 (iki) topluluk dışı iştiraki bulunmaktadır. Şirketimiz bu kuruluşların sermaye ve yönetim bakımından sorumluluklarını taşımakta ve topluluk amaç ve politikaları doğrultusunda, bu şirketlerle ilgili planlama, örgütlenme, koordine etme ve sorunlarının çözülmesine katkıda bulunma gibi faaliyetlerde bulunmaktadır.

Bilanço (m n TL)

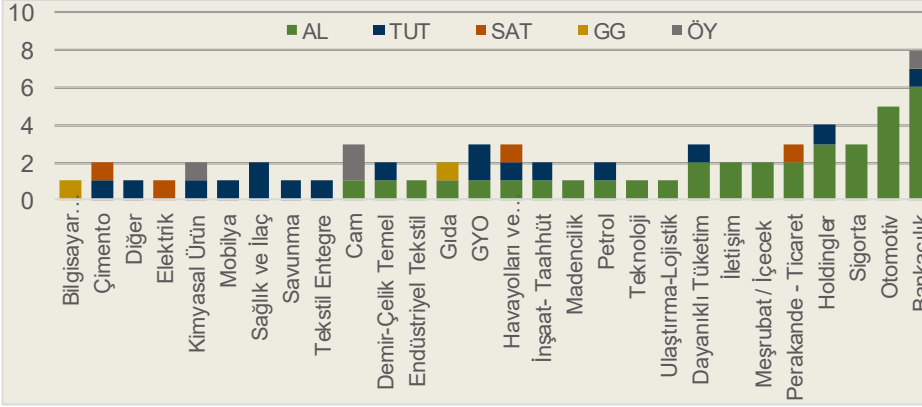
	2018G	2019G	2020T	2021T	2022T
Dönen Varlıklar	10,314	17,241	18,391	23,621	26,363
Nakit ve Nakit Benzerleri	3,164	8,369	8,873	10,986	12,425
Ticari Alacaklar	3,235	3,572	3,787	4,592	5,083
Stoklar	3,006	3,831	4,153	6,318	6,996
Diğer Dönen Varlıklar	910	1,469	1,578	1,726	1,858
Duran Varlıklar	17,494	21,510	23,397	24,538	25,521
Ticari Alacaklar	0	0	0	0	0
Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	627	711	2,652	2,541	2,457
Maddi Duran Varlıklar	12,177	14,685	16,045	16,860	17,430
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	306	329	345	363	381
Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	2,627	3,958	4,354	4,774	5,252
Toplam Varlıklar	27,809	38,751	41,788	48,159	51,883
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6,005	8,191	9,062	12,656	13,528
Finansal Borçlar	3,103	5,251	5,895	7,935	8,096
Ticari Borçlar	1,657	2,093	2,269	3,609	4,175
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,245	847	898	1,112	1,258
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5,090	11,426	11,485	11,822	11,978
Finansal Borçlar	4,334	10,595	10,595	10,595	10,595
Ticari Borçlar	0	0	412	635	713
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	401	451	478	592	670
Özkaynaklar	16,713	19,133	21,241	23,680	26,377
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	12,696	14,623	15,873	17,456	19,296
Ödenmiş Sermaye	2,250	2,250	2,250	2,250	2,250
Rezerv ve Diğer Kalemler	8,157	10,468	11,953	13,289	14,822
Dönem Net Karı (Zararı)	2,289	1,905	1,670	1,917	2,224
Azınlık Payları	4,017	4,511	5,368	6,225	7,081
Toplam Kaynaklar	27,809	38,751	41,788	48,159	51,883

Sise Cam

Göreceli Getiri / Öneriler



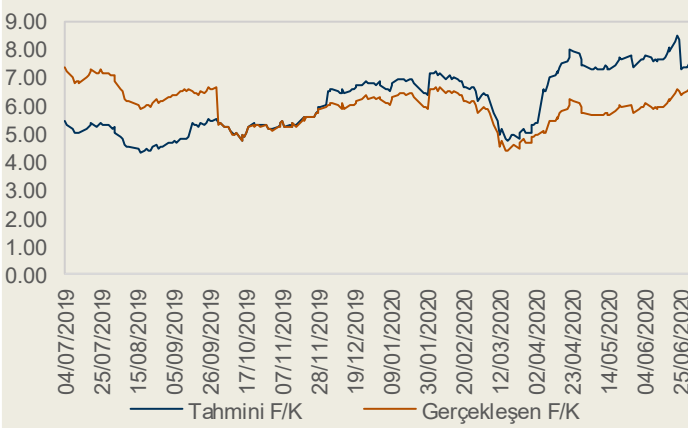
Sirket Sayısı



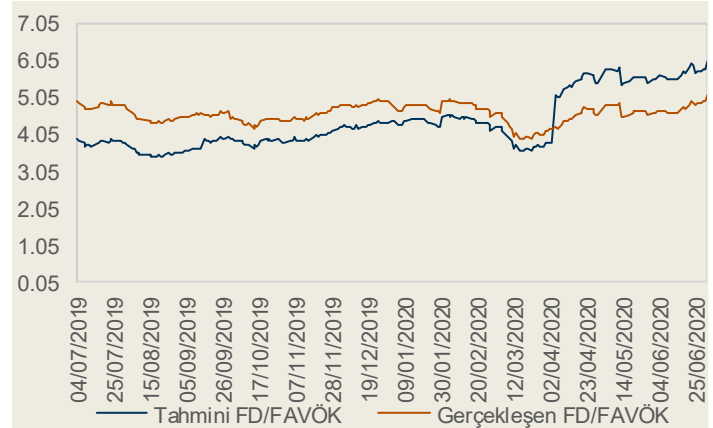
Takip Listesi Dağılımı



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



Kaynak: İş Yatırım

Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.