

MOORE STEPHENS

ÇAN KÖMÜR ve İNŞAAT A.Ş.

Değerleme Raporu

Corporate Finance

PRECISE. PROVEN. PERFORMANCE.

Ref: 2014/03/KF/SY/2013-12/114

4 Mart 2014

Özel ve gizli bilgi

ÇAN KÖMÜR ve İNŞAAT A.Ş.
Fatih Sultan Mehmet Mah. Poligon Cad.
Buyuka 2 St No B2 Kule K.17
Umraniye/ İstanbul /TÜRKİYE

Sayın Yetkili,

Çan Kömür ve İnşaat A.Ş. (bundan sonra "Çan Kömür" ya da "Şirket" olarak anılacaktır.) tarafından sağlanan bilgiler ve anlaşmamız gereği hazırladığımız Şirket Değerleme Raporu'nun değerlendirme çalışmalarımız işiğinde ekte sunuyoruz. Raporumuz Şirket yönetimi tarafından rapor içerisinde de bahsedilen verilere, varsayımlara, ekonomi, uygun Pazar ve Şirket üzerindeki izlenimlerimize dayanmaktadır.

Saygılarımızla;

MBK BAĞIMSIZ DENETİM VE SMMM A.Ş.

Moore Stephens Türkiye



MOORE STEPHENS

Ankara Asfaltı/Halk Sokakı
Sıddıklar Plaza No:56-71
Kızılay/İSTANBUL
Tel+90 (216) 368 24 24
Fax+90 (216) 368 24 45
www.moorestephens.com.tr

Gizli ve Şirkete Özel

MOORE STEPHENS

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AR	Arama Ruhsatları
CIF	Mal bedeli + Sigorta + Navlun dahil teslim
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
EÜAŞ	Elektrik Üretim Anonim Şirketi
FOB	Free On Board (Güvertede teslim)
FVAÖK	Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kar
IR	İşletme Ruhsatları
MİGEM	Maden İşleri Genel Müdürlüğü
TKİ	Türkiye Kömür İşletmeleri
TL	Türk Lirası
USD	Amerikan Doları

BİRİMLER

tep	ton eşdeğer petrol
mtep	milyon ton eşdeğer petrol
tek	ton eşdeğer kömür (=0,7 tep)
mték	milyon ton eşdeğer kömür
kcal	kilokalori (=103 kalori)
mton	milyon ton
kW	kilowatt (=103 watt)
MW	megawatt (=103 kW)
GW	gigawatt (=103 MW)
TW	terawatt (=103 GW)
kWh	kilowatt-saat (103 watt-saat)
MWh	megawatt-saat (103 kWh)
GWh	gigawatt-saat (106 kWh)
TWh	terawatt-saat (109 kWh)

TANIMLAR

Şirket
Çan Kömür ve İnşaat A.Ş.
Yönetim
Şirket Yöneticileri
NWC
Net Çalışma Sermayesi
DCF / İNA
İndirgenmiş nakit akımları
WACC / AOSM
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
ke
Özkaynak Maliyeti
kd
Borçlanma Maliyeti
wg
Sermaye Ağırlığı

wd
Borçlanma Ağırlığı
t
Vergi
krt
Risksiz Faiz Oranı
EBT
Vergi Öncesi Geliri
cos
Satış Maliyeti
A
Asıl
F
Tahmin
Q
Miktar

- Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu – Kömür Sektör Raporu (Linyit) – 2012
- TC Sayıştay Bakanlığı – TKİ Sınırlı Sorumlu Ege Linyitleri İşletmesi Müessesesi 2012 yılı Faaliyet Raporu
- BP (British Petroleum). 2012. Statistical Review of World Energy. June 2012.
- EİGM (Enerji İşleri Genel Müdürlüğü). 2013.
- EPDK (Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu). 2013.
- ETKB (Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı). 2013a. 2011 Yılı Genel Enerji Dengesi.
- IEA (International Energy Agency). 2012a. Key World Energy Statistics 2012.
- IEA (International Energy Agency). 2012b. World Energy Outlook 2012
- IEA (International Energy Agency). 2012c. Coal Information 2012
- IEA (International Energy Agency). 2012d. Oil, Gas, Coal and Electricity, Quarterly Statistics, Fourth Quarter 2012
- IEA (International Energy Agency). 2012e. Electricity Information 2012.
- IEA (International Energy Agency). 2012f. Medium-Term Coal Market Report 2012
- MİGM (Maden İşleri Genel Müdürlüğü). 2013.
- TTK (Türkiye Taşkömürü Kurumu). 2013. Taşkömürü Sektör Raporu 2012. Mayıs 2013.
- TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). 2013.
- WCA (World Coal Association). 2011.
- WEC (World Energy Council). 2010. Survey of Energy Resources 2010. London.

Gizli ve Şirkete Özel

MOORE STEPHENS

Değerlemesini yapmış olduğumuz Çan Kömür, maden işletmeciliği, İnşaat İşleri ve yakıt olarak maden kullanmak sureti ile elektrik üretim faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuştur. Şirketin Çanakale ili Çan ilçesinde kömür sahasında bedeli ödenmiş rödovans hakkı bulunmaktadır. Söz konusu sahada Alman menşeli bağımsız maden değerlendirme şirketi Fichtner tarafından yapılan uluslararası Joint Ore Reserves Committee ("JORC") standartlarına uygun çalışmalar kısmi ölçüde sonuçlanmıştır. Bu kapsamda ruhsat sahasının belirli bir kısmında yapılan çalışmalarda, 18,94 milyon ton ispattanmış, 5,76 milyon ton ilave olması gereken olmak üzere toplam 24,70 milyon ton kömür rezervi tespit edilmiştir.

Buna ilave olarak kömür damarının sahanın kuzey-kuzeydoğu yönünde devam ettiği gözlenmiş olup, yapılacak ilave çalışmalar neticesinde tespit edilen rezervin artması muhtemeldir.

İspatlanmış rezervin ortalama kalorisi 3.385 kcal/kg'dir. Olması gereken rezervle beraber ortalama kalori 3.481 kcal/kg olmaktadır.

Rezerv, yerli linyite dayalı termik santral işleten enerji şirketleri arasında en yüksek kalorili kömür rezervi olma özelliğini taşımaktadır. Bu durum santral yatırımı yapılması durumunda MW başına yatırım maliyetlerini düşürmekle beraber MWh başına üretim maliyetinde de emsallerine göre avantaj sağlamaktadır.

Aynı zamanda sahadaki kömür, kalori değerinin yüksek olması nedeniyle doğrudan piyasaya satılabilir durumdadır. Dolayısıyla, kömürün perakende olarak ve/veya üretim aşamasında kömür kullanan sanayi şirketlerine satışı gerçekleştirilerek nakde dönüştürülebilmektedir.

Çalışmamızda, şirket yönetimi tarafından sağlanmış olan gelecek beş yıllık bütçe ve beklentilere ilişkin mali tablo projeksiyonları yapılmış ve «İndirgenmiş Nakit Akımları» kullanılmak suretiyle, Şirket değeri tahmin edilmiştir.

Yönetimce yapılan bütçe ve tahminler, Fichtner tarafından yapılan maden değerlendirme çalışmalarının sonucunda çıkan mevcut rezerv değerleri göz önünde bulundurularak yapılmıştır.

Ayrıca, Şirket'in 2014 yıl sonu itibari ile bütçelenmiş olduğu 38.6 milyon TL'lik net satış gelirinin, Şirketin içinde bulunduğu sektörün geçmiş yıllardaki büyüme oranları dikkate alınarak, Şirketin satışların her yıl %10 - %20 oranında artacağı öngörülmüştür. 2014 yılında % 49.1 olarak gerçekleşmesi bütçelenmiş faaliyet kar marjlarında projeksiyon dönemi boyunca değişim öngörülmemiş olup, her yıl hemen hemen sabit kalacağı varsayılmıştır.

Bununla birlikte, Şirket'in önümüzdeki 5 yıllık dönemde gerek pazarlama satış, gerekse genel yönetim anlamında 2014 yılı için planlanmış olan mevcut yapısını koruyacağından ve mevcut faaliyet giderlerinde önemli bir değişikliği gerektirecek bir planı bulunmadığından, faaliyet giderleri Şirket'in satış gelirleri ile doğru orantılı olarak hesaplanmıştır.

Bu çerçevede, Şirket değeri farklı iskonto oranları ve büyüme oranları baz alınarak; 244 milyon TL ile 350 milyon TL bandında hesaplanmıştır. Aşağıdaki matritiksten görüleceği üzere, şayet tek bir değer belirlemek istersek, baz senaryo ve orta değer olan 290.6 milyon TL alınabilecektir.

(TL)	İskonto Oranı		
	14.7%	15.7%	16.7%
Yıllık Satış Artış Oranları	-5%	0	+5%
	Baz	Senaryo	
	280.714.739	312.989.749	350.136.425
	261.097.177	290.581.485	324.849.178
	243.872.865	271.238.457	302.669.594

Hesaplanan Şirket Değeri aynı zamanda FVAÖK'nin 12,2 ile 17,5 katı arasında değişmekte olup, baz senaryo varsayımları sonucunda ulaşılan değer FVAÖK'nin 14,5 katıdır. Şirketin 2014 yılının ortalarında faaliyete geçeceği göz önüne alınırsa, FVAÖK çarpanlarının, tam yıl faaliyete oranla ortalama 2 kat fazla çıkacağı göz önünde bulundurulmalıdır. (Bkz. Bölüm 6)

Aşağıdaki tablo, farklı iskonto ve büyüme oranlarında, Şirket değerinin ulaştığı FVAÖK çarpanlarını göstermektedir:

(X FVAÖK)	İskonto Oranı		
	14.7%	15.7%	16.7%
Yıllık Satış Artış Oranları	-5%	0	+5%
	Baz	Senaryo	
	14,0	15,6	17,5
	13,0	14,5	16,2
	12,2	13,5	15,1

Dünya Kömür ve Linyit Sektörü

Güzel ve Şirketler Özel

MOORE STEPHENS

Dünya Birincil Enerji Arzı

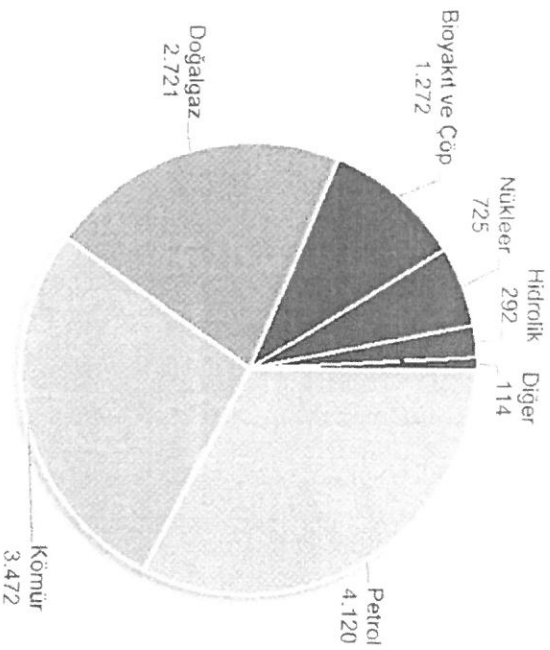
Dünya birincil enerji arzı 1973 ve 2010 yılları arasındaki 37 yılda yaklaşık iki kat artarak 2010 yılı itibarıyla 12.717 mtep (milyon ton eşdeğer petrol) düzeyine ulaşmıştır.

Aynı dönemde, petrolün payı %46,1'den %32,4'e düşerken, doğal gazın payı %16'dan %21,4'e, nükleer enerjinin payı %0,9'dan %5,7'ye ve hidrolik dahil yeni ve yenilenebilir enerji kaynaklarının payı ise %1,9'dan %3,2'ye yükselmiştir

Kömürün payı ise 2,7 puan artışla %24,6'dan %27,3 düzeyine ulaşmıştır.

2010 yılında dünyadaki toplam kömür arzı 3.472 mtep olarak gerçekleşmiştir.

Dünya Birincil Enerji Arzının Kaynaklara Göre Dağılımı, 2010 (mtep – milyon ton eşdeğer petrol)



Dünya Birincil Enerji Arzı – Son 10 Yılda Gelişimi

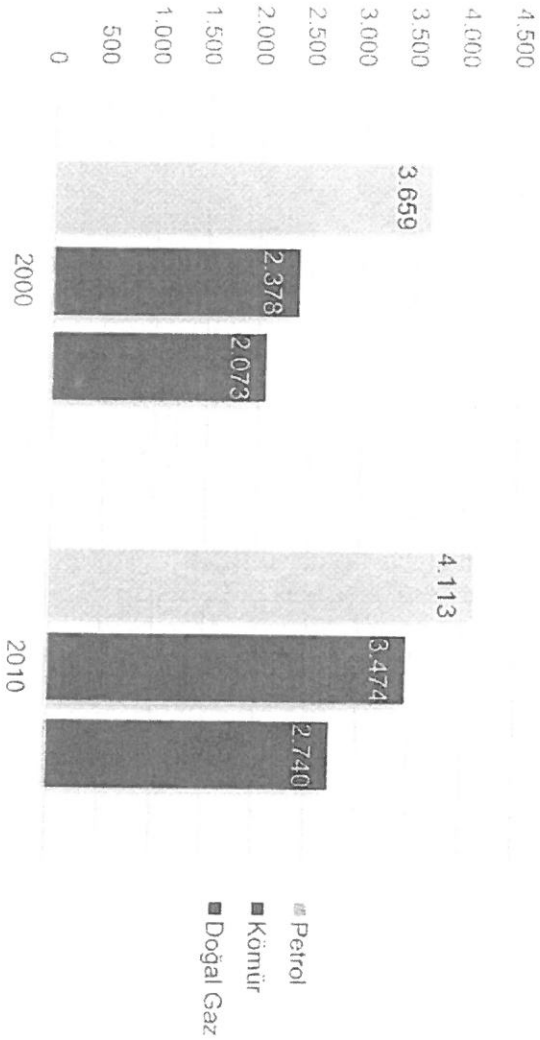
Dünya birincil enerji arzındaki son 10 yıllık artış oranı yaklaşık %26 düzeyindedir

Bu dönemde, en dikkat çekici gelişme kömürün toplam enerji arzı içerisindeki payına ilişkindir

Söz konusu 10 yılda petrolün payı %36,2'den %33,3'e, nükleerın payı %6,7'den %5,6'ya ve biyoyakıt payı %10,2'den %10'a düşerken, doğal gazın payı sadece 1 puanlık artışla %20,5'dan %21,5'a yükselmiştir

Buna karşın kömürün toplam içindeki payı 3,8 puan artışla %23,5'den %27,3 düzeyine artmıştır

Son 10 Yılda Dünya Fosil Yakıt Arzındaki Gelişim (ntep)



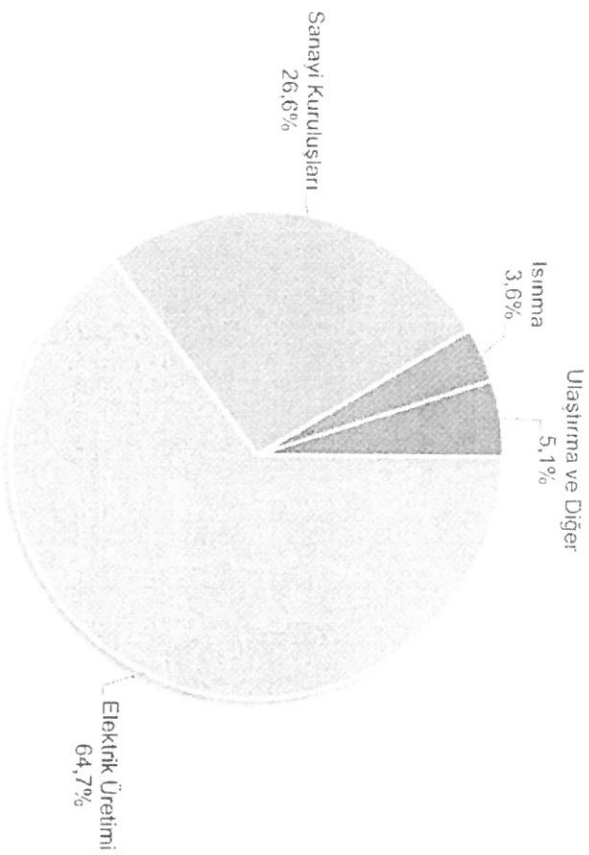
Dünya Kömür Üretiminin Kullanım Yerleri

Günümüzde, Dünya kömür üretiminin yaklaşık %64,7'si elektrik üretimi amacıyla kullanılmaktadır

%26,6'sı demir-çelik endüstrisi dahil sanayi sektörlerinde ve %3,6'sı ise ısıtma amaçlı olarak tüketilmektedir.

Ulaştırma ve diğer alanlarda kullanılan kısmı %4,6 ve sıvı yakıtla dönüştürülen kısmı ise binde 5 düzeyindedir

Dünyada Kömürün Kullanıldığı Başlıca Alanlar (%)

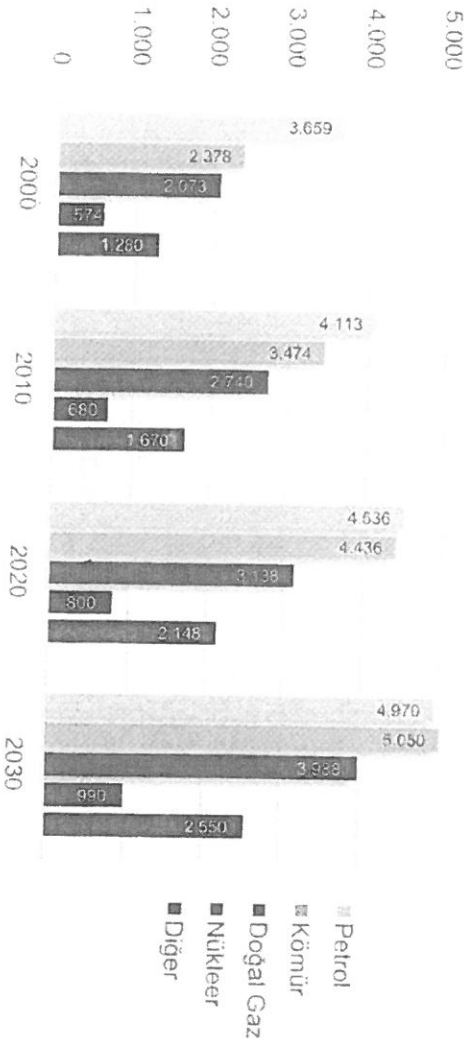


Kömür ve Diğer Enerji Kaynaklarının Projeksiyonu

Uluslararası Enerji Ajansı tarafından, günümüzde mevcut politikaların sürdürüleceği varsayımına göre yapılan tahminlere göre; Kömürü, dünya enerji bileşimindeki belirleyici konumunu önümüzdeki 25-30 yıl içerisinde de artırarak sürdürecektir. Dünya birincil enerji arzı 2010 yılına göre yaklaşık %38 oranında artarak 2030 yılında 17.499 mtep seviyesine yükselecektir. Bu miktarın kaynaklara dağılımında önemli farklılıkların olmayacak, bununla beraber petrolün birinciliği kaybedecektir. Buna göre; 2030 yılında en büyük pay %29,2 ile kömürün olacaktır. Kömürü %27,7 ile petrol ve %22,9 ile doğal gaz izleyecektir.

2000-2030 döneminde; kömür %115,1, doğal gaz % 92,9, petrol %32,7, nükleer %49,9 ve diğerleri ise %91,8 artacaktır.

Dünya Birincil Enerji Arzının Kaynaklara Göre Gelişim Projeksiyonu, 2000-2030 (mtep)



Dünya Kömür Üretiminde Geçmiş Yıllar

Dünya kömür üretimi son otuz yılda yaklaşık iki kat artmıştır.

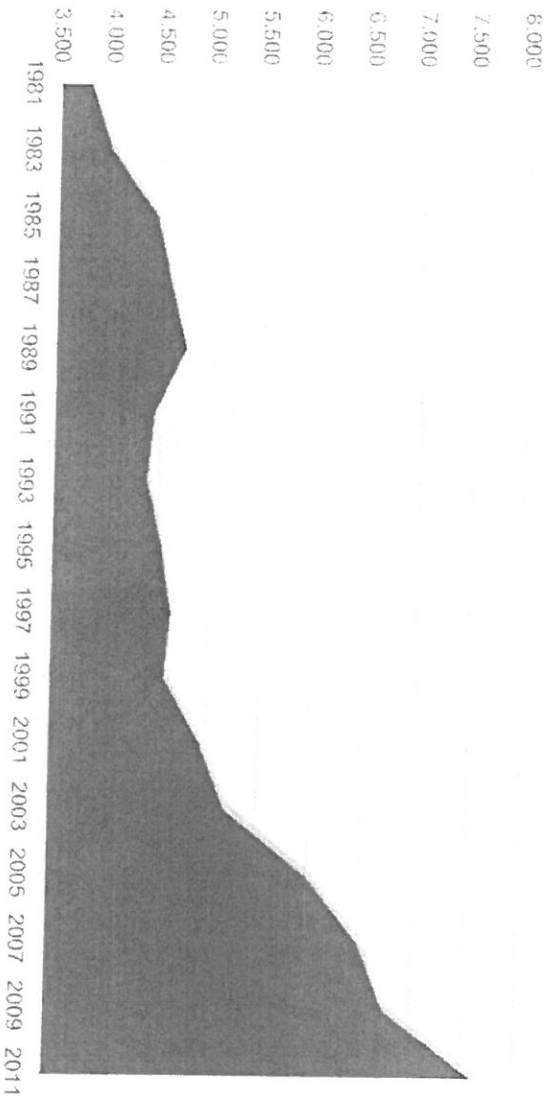
Kömür üretimindeki artış, başta Çin olmak üzere Asya kıtasındaki elektrik enerjisi talebinden kaynaklanmaktadır.

Kömür tüketiminin, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre daha fazla artmakta oluşunun nedenleri arasında; yüksek ekonomik büyüme oranları ve artan elektrifikasyon ihtiyacı nedeniyle gelişmekte olan ülkelerin daha kolay ve daha ucuz ulaşabilecekleri kömürü tercih ederken başta Avrupa Birliği olmak üzere gelişmiş ülkelerin özellikle çevresel duyarlılıklar nedeniyle elektrik üretiminde giderek daha fazla doğal gazı tercih etmeleri gelmektedir.

Son 12 yıldır kesintisiz artmakta olan küresel kömür üretimi 2011 yılında da %6,6 oranında artarak 7.678 milyon ton olmuştur

Toplam üretimin yaklaşık %88'i taşkömürü ve %12'si ise linyit kategorisindedir. Böylelikle, dünya kömür üretimi, son on yılda toplam %55 oranında artmıştır. Son on yıldaki ortalama yıllık artış oranı ise %4,5 düzeyindedir.

Dünya Kömür Üretimleri (milyon ton)



Dünya Linyit Üretimi

2011 yılı dünya linyit üretiminde en büyük pay Almanya'nın olmuştur. Almanya'nın linyit üretimi 176,5 milyon ton (%17) düzeyindedir..

Almanya'yı 136,3 milyon ton ile Çin, 77,6 milyon ton ile Rusya Federasyonu, 73,4 milyon ton ile ABD izlemektedir.

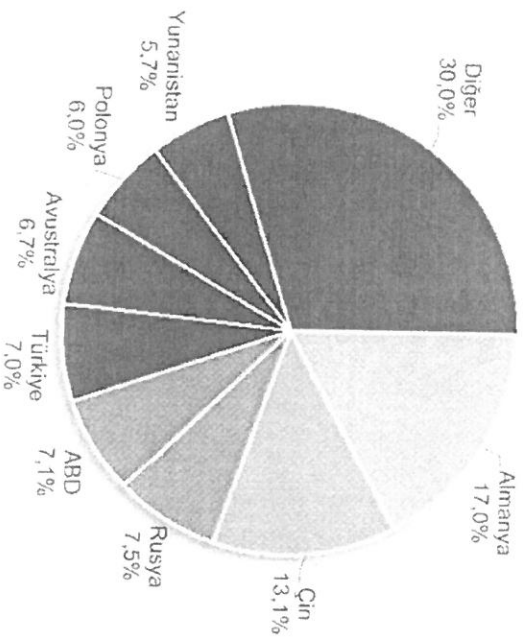
Türkiye, dünya linyit üretiminde 72,5 milyon ton ile beşinci büyük üretici konumundadır.

Avustralya, Polonya ve Yunanistan da önemli linyit üreticileri arasındadır

Linyit üretiminde, son 10 yıllık dönemde Çin ve Hindistan ciddi artışlar sağlamıştır.

Bununla beraber, ABD, Rusya, İspanya, Macaristan, Yunanistan ve Çek Cumhuriyeti'nde önemli üretim düşüşleri söz konusudur.

Ülkelere Göre 2011 Yılı Dünya Linyit Üretimleri (%)



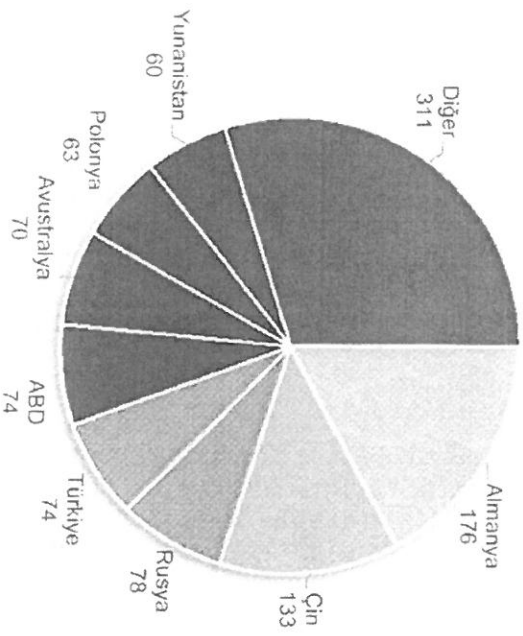
Dünya Linyit Tüketimi

2011 yılı dünya kömür tüketiminin 917 milyon tonu koklaşabilir kömür ve 5.664 milyon tonu ise buhar kömürüdür. Linyit tüketimi ise toplam 1.037 milyon ton olmuştur.

2011 yılı linyit tüketiminde ilk sıra 176,3 milyon ton ile Almanya'nındır. İkinci sırada bulunan ve tüketimini bir yılda %7,5 oranında artırarak 132,6 milyon ton tüketen Çin, önümüzdeki yıllarda linyit tüketiminin en muhtemel lider adaydır.

Bu ülkeleri 77,8 milyon ton ile Rusya, 73,9 milyon ton ile Türkiye ve 73,9 milyon ton ile ABD izlemektedir.

Ükelere Göre 2011 Yılı Dünya Linyit Tüketimleri (milyon ton)



Dünya Kömür Rezervleri

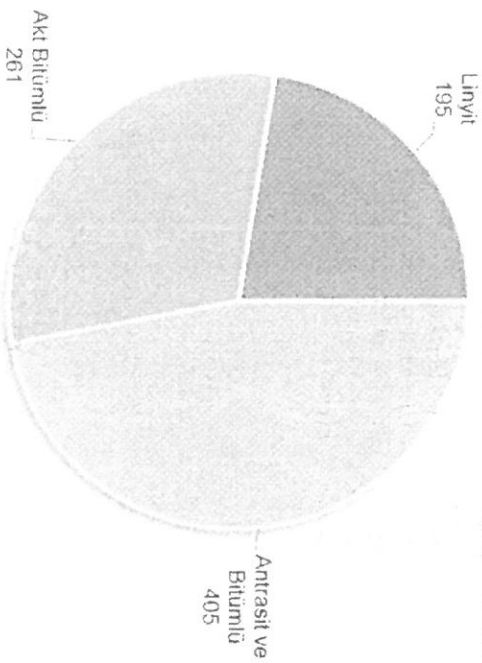
Dünya Enerji Konseyi'nin araştırmalarına göre;

Dünya kanıtlanmış işletilebilir kömür rezervi toplam 861 milyar ton büyüklüğündedir.

Söz konusu rezervin, 405 milyar tonu antrasit ve bitümlü kömür,

261 milyar tonu alt bitümlü kömür, 195 milyar tonu ise linyit kategorisindedir

Dünya Kömür Rezervlerinin Kömür Kategorilerine Göre Dağılımı (milyar ton)



4 Uluslararası Genel Kömür Sınıflaması'na göre; ısılak ve külsüz bazda alt ısı değerleri 5.700 kcal/kg'dan yüksek kömürler antrasit ve bitümlü kömür, 4.165 kcal/kg-5.700 kcal/kg arasında alt ısı değere sahip olanlar alt bitümlü kömür ve 4.165 kcal/kg'ın altında olanlar ise linyit kömürü şeklinde sınıflandırılmaktadır. Yeni adreslerde, tanımlamalarda, metodolojide, terminolojide ya da değişik zaman dilimlerinde ortaya çıkan farklılıklar nedeniyle, kömüre ilişkin küresel bilgilere farklı kaynaklarda farklı şekillerde rastlayabilmek mümkündür. Örneğin, Dünya Enerji Konseyi tarafından kullanılan "kanıtlanmış işletilebilir rezerv" (proved recoverable reserve) tanımı aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bazı ülkelerde kullanılmamaktadır. Bununla beraber, ülkemizde kömür rezervleri için halen kullanılmakta olan görünür, muhtemel ve mümkün rezerv kavramları ise tek başlarına uluslararası karşılaştırmalar yapılabilmek bakımından yeterli olmamaktadır. Dolayısıyla, ülkemiz kömür sektöründe, uluslararası standartlara uygun yeni bir rezerv sınıflama sisteminin kullanılmasına yönelik bir çalışmanın yapılması ihtiyacı bulunmaktadır.

Dünya Linyit Rezervleri

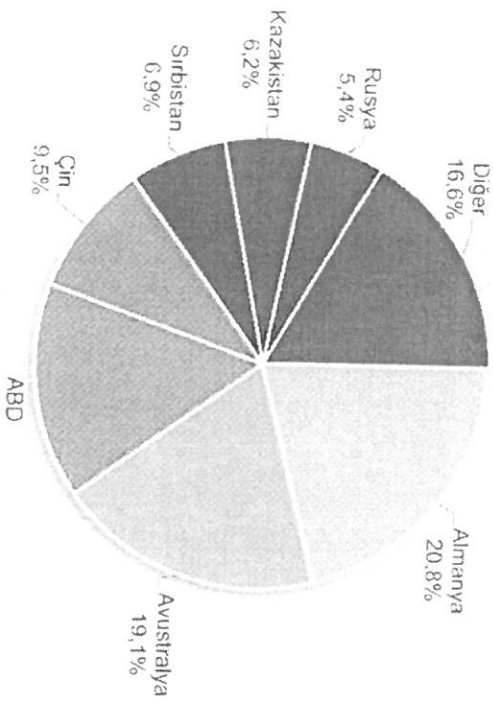
Toplam 195 milyar ton büyüklüğündeki dünya linyit rezervlerinin en büyük bölümü 40,6 milyar ton ile Almanya'da bulunmaktadır

Bu ülkeyi 37,2 milyar ton ile Avustralya ve 30,2 milyar ton ile ABD izlemektedir

Çin (18,6 milyar ton), Sırbistan (13,4 milyar ton), Kazakistan (12,1 milyar ton) ve Rusya (10,5 milyar ton) geniş linyit rezervlerine sahip diğer ülkeler arasındadır

Her ne kadar 2012 yılı sonu itibarıyla ülkemiz linyit rezervi 13,9 milyar ton olarak hesaplanmaktaysa da, kullanılan sınıflandırma sistemindeki farklılıklar nedeniyle Dünya Enerji Konseyi istatistiklerinde Türkiye'nin kanıtlanmış işletilebilir linyit rezervi sadece 1,8 milyar ton olarak yer almaktadır¹

Dünya Linyit Rezervlerinde Ülkelerin Payları (%)



¹ Son yıllarda yürütülen ciddi kömür arama faaliyetleri sonucunda ülkemiz linyit rezervi önemli ölçüde arttırılabilmektedir. Bununla beraber, söz konusu rezervin uluslararası standartlara göre sınıflandırılmasına ve ekonomik olarak işletilebilir rezervlerimizin belirlenmesine yönelik bir çalışmanın ilgili kuruluşların da katılımıyla gerçekleştirilmesinde büyük yarar bulunmaktadır.

Türkiye Kömür ve Linyit Sektörü

Türkiye Birincil Enerji Kaynakları

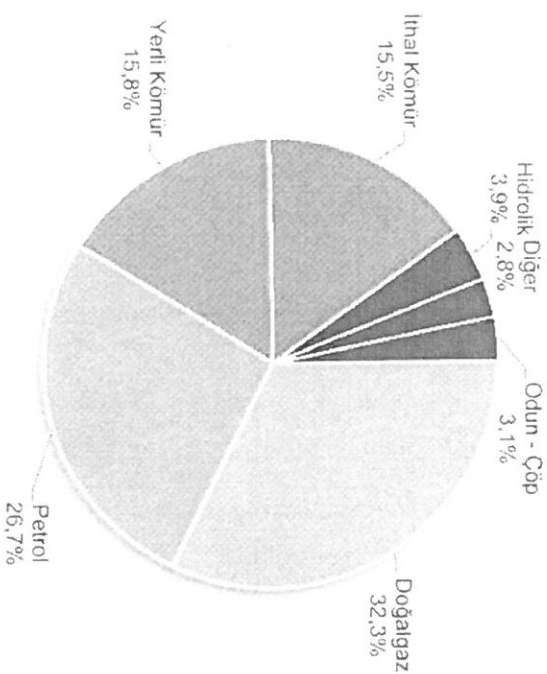
Ülkemiz enerji tüketiminde ortalama yıllık artış oranı son on yılda %4,3 ve son yirmi yılda ise %3,9 düzeyindedir.

Söz konusu artış oranları Dünya ortalamalarının oldukça üzerindedir. Son on yılda Dünya enerji tüketimini yaklaşık 1,3 kat artarken ülkemiz enerji tüketimi 1,5 kat artmıştır. Son yirmi yılda ise 2,1 kat artış söz konusudur.

Birincil enerji arzı 2011 yılında bir önceki yıla göre %4,8 artış göstererek 114,5 mtep olmuştur

Bu arzın dağılımında ilk sırası 36,9 mtep ile doğal gaz almaktadır. Doğal gazı sırasıyla 35,8 mtep ile kömür, 30,5 mtep ile petrol, 3,5 mtep ile odun, hayvan ve bitki atıkları, 4,5 milyon tep ile hidrolik ve 3,2 milyon tep ile jeotermal, rüzgâr ve güneş gibi kaynaklar izlemektedir

Enerji arzının dağılımında yıllar içerisinde önemli değişiklikler söz konusudur. 1971 yılında arzın %46,5'i petrol, %29'u odun ve hayvan-bitki atıkları ve %23,5'i yerli kömürden karşılanırken 2011 yılında en büyük pay %32,3 ile doğal gazın olmuş, petrol %26,7, yerli kömür %15,8 ve odun ve hayvan-bitki atıkları %3,1 düzeyine gerilemiş, ithal kömür ise %15,5 seviyesine yükselmiştir



Türkiye Birincil Enerji Kaynakları Dağılımı ve İthal Enerji

Yerli üretimin kaynakların dağılımında, 18 mtep ile kömür ilk sırayı alırken, bunu 5 mtep ile hidrolik, 4 mtep ile odun, hayvan ve bitki atıkları, 3 mtep ile jeotermal, rüzgâr ve güneş gibi enerji kaynakları, 3 mtep ile petrol ve 1 mtep ile doğalgaz izlemektedir

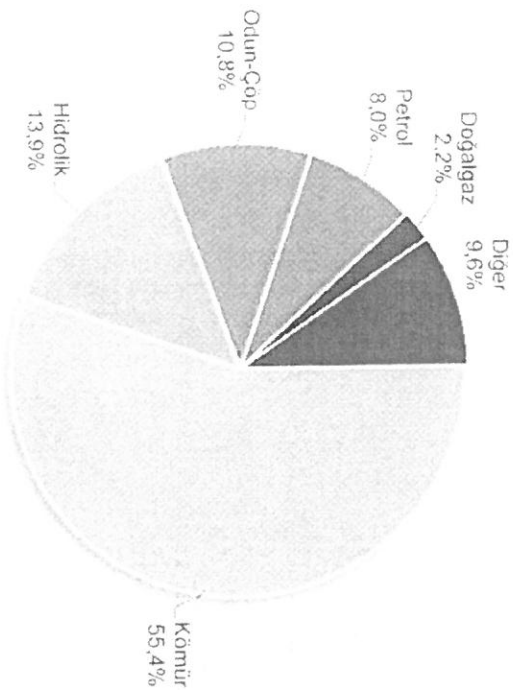
Yerli kömür üretimi; 16,1 mtep linyit, 1,3 mtep taşkömürü ve 0,4 mtep asfaltit şeklindedir

Enerji tüketimi son 20 yılda %111 ve son 10 yılda ise %52 artarken, enerji üretimi son 20 yılda %26 ve son 10 yılda %31 artmıştır.

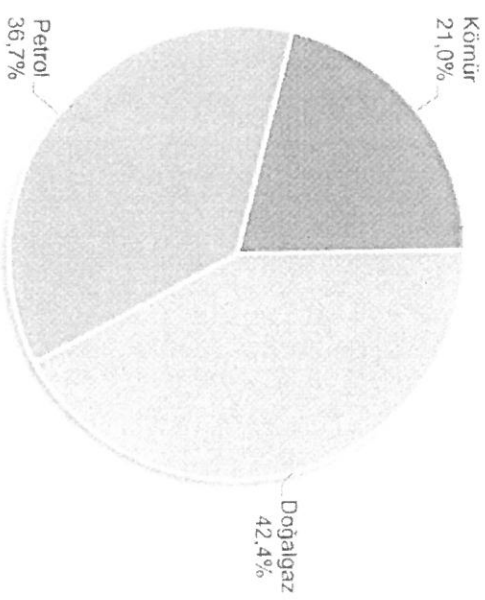
Enerji üretimindeki artış enerji tüketimindeki artış hızının çok gerisindedir. Yerli üretimin tüketimi karşılama oranı yirmi yıl önce %47 ve on yıl önce %33 düzeyindeyken söz konusu oran 2011 yılı itibarıyla %28'e kadar düşmüştür.

Yerli enerji üretiminin tüketimi giderek daha az oranda karşılayabilmesi sonucunda enerji ithalatının da giderek artması kaçınılmaz olmuştur. 2011 yılı itibarıyla ülkemizdeki enerji tüketiminin %72 gibi önemli bir kısmı ithal kaynaklardan sağlanmıştır. Net enerji ithalatının kaynaklara dağılımı; 35,6 mtep doğal gaz, 30,8 mtep petrol ve 17,6 mtep kömür şeklindedir

Türkiye Birincil Enerji Üretiminin Kaynaklara Dağılımı, 2011 (%)



Net Birincil Enerji İthalatının Kaynaklara Dağılımı, 2011 (%)



Türkiye Linyit Üretimi

Ülkemizde Linyit üretimi, özellikle 1970'li yılların başlarından itibaren, petrol krizlerine bağlı olarak elektrik üretimine yönelik linyit işletmeleri yatırımlarının başlaması ile hızlanmıştır

1970 yılında 5,8 milyon ton olan linyit üretimi 1998 yılında yaklaşık 65 milyon ton olarak gerçekleşmiştir

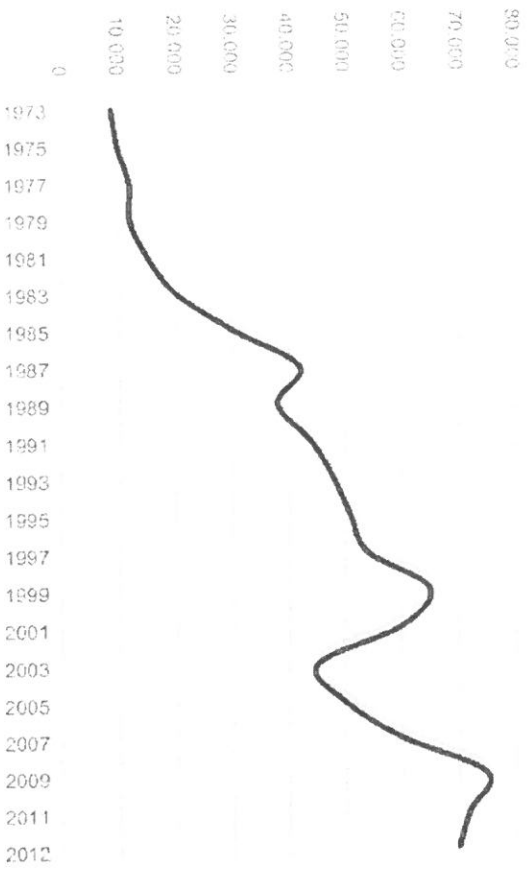
Ancak, bu tarihten itibaren, doğal gaz alım anlaşmaları nedeniyle linyit üretimi sürekli azalmış, 2004'de 43,7 mn.ton'a düşmüştür

Bu tarihten sonra tekrar yükselen linyit üretimleri 2011 yılında 72,5 milyon ton olarak gerçekleşmiştir

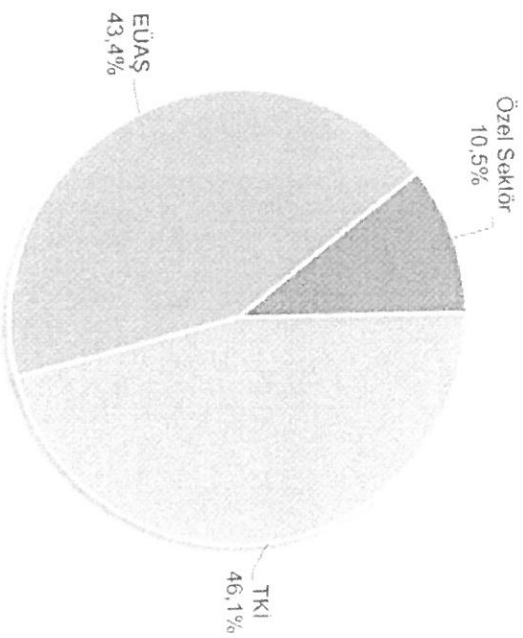
2012'de TKİ 33,3 mn.ton ve EÜAŞ 28,9 mn.ton linyit çıkarmıştır. Özel sektör ile birlikte 2012 üretimini 70 milyon ton civarında olmuştur

Ülkemiz linyit üretimlerinin 2008 yılı sonrası gerileme eğilimine girdiği görülmektedir. Bunun nedenleri arasında; Afşin-Elbistan Linyit Havzası'ndaki Çöllölüler Açık Kömür Ocağı'nda Şubat 2011 tarihinde meydana gelen heyelanlar nedeniyle ocakta üretimin durdurulması ve sektörde yeni yatırımların gerek kamu gerekse özel sektör tarafından yeterince yapılamaması öne çıkmaktadır.

Türkiye Linyit Üretimi (000 ton)



Türkiye Linyit Üretiminde Kuruluşların Payı, 2011 (%)



Türkiye Linyit Üretimi

Ülkemiz linyit üretiminin %90'a yakın kısmı iki kamu kuruluşu (TKİ ve EÜAŞ) tarafından –kendi makine parkları ya da dışarıdan hizmet alma yoluyla- gerçekleştirilmektedir

TKİ'nin toplam linyit üretimindeki payı 20 yıl önce %85 iken %45'e kadar gerilemiş ve EÜAŞ'nin payı aynı oranda yükselmiştir

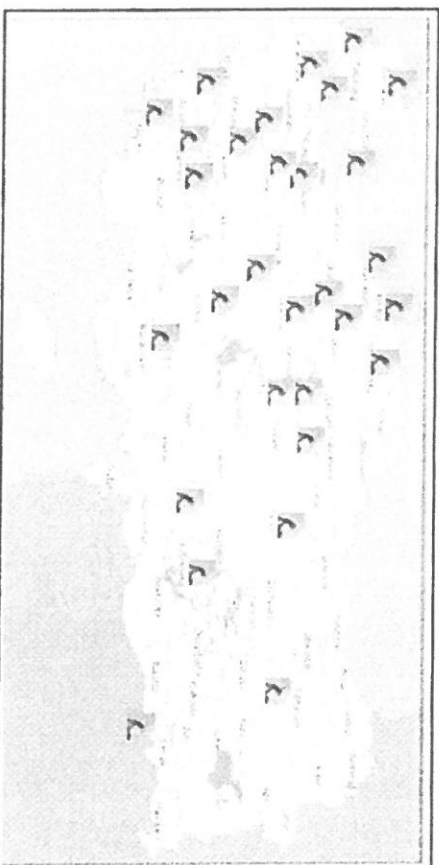
EÜAŞ'nin artışı, linyit üretim işletmelerinin TKİ'den EÜAŞ'ye devredilmesi yoluyla gerçekleşmiştir

Bu kapsamda; 1989 yılında Sivas-Kangal Linyitleri işletmesi, 1995 yılında Afşin-Elbistan Linyitleri işletmesi, 2000 yılında Orta Anadolu Linyitleri işletmesi ve Ekim 2012'de Kütahya Seyitömer Linyitleri işletmesi TKİ'den alınarak EÜAŞ'ye devredilmiştir

Aynı dönemde (1990-2012) özel sektör linyit üretimi 4-8 milyon ton arasında değişmekle beraber, son yıllarda artmaktadır

Linyit üretimleri, özellikle Ege, Trakya ve İç Anadolu Bölgeleri'nde yoğunlaşmıştır. TKİ üretimleri; Manisa (Soma Havzası), Çanakkale, Kütahya (Tunçbilek Havzası), Bursa, Konya ve Muğla illerinde yapılırken, EÜAŞ üretimleri ise Kahramanmaraş (Afşin-Elbistan Havzası), Sivas, Ankara (Çayırhan) ve Kasım 2012 tarihinden itibaren Kütahya (Seyitömer) illerinde sürdürülmektedir

Kömür Üretimi Yapılan Başlıca iller



Gizli ve Şirkete Özel

CONFIDENTIAL

MOORE STEPHENS

Şirket Değerleme Yöntemleri

ŞİRKET DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Bilanço Bazlı	Gelir Tablosu Bazlı	Nakit Akımları Bazlı
Net Aktif (Değer) Değeri Güncellenmiş Net Aktif Değeri Tasfiye Değeri Yerine Koyma Değeri	Çarpan Yöntemi Hisse Başına Kazanç Değeri Fiyat / Satış Değeri Fiyat / EBITDA Değeri Diğer Çarpanlar	İndirgenmiş Nakit Akımlar İndirgenmiş Temettü Yöntemi

Şirketin faaliyet dönemi boyunca yarattığı değerlerin / (borçların) mevcut durumu

Şirketin mevcut dönem satışlarına göre oluşan ve genellikle karşılaştırma amaçlı kullanılan değer

Şirketin gelecekte yaratacağı beklenen değerlerin / borçların belli bir iskonto değeri ile iskonto edilmiş Net Bugünkü Değeri

Gelir Bazlı Yaklaşım (İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli)

Değer gelecek döneme yöneliktir ve değerlendirme için teorik olarak izlenmesi gereken metod gelecekteki potansiyel kazançların dikkate alınmasıdır.

INA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir; böylelikle işletmenin nakit akımının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer belirlenir ve işletmenin toplam değerini vermesi için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.

INA analizinde, tahmini dönem işletmenin isticrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle 5 yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak bu endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran ("İndirgeme Oranı") nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. INA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir.

Genellikle kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup ("WACC"), bu oran mevcut borçlanma yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finansal yapıyı gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.

Nihai değeri hesaplamak, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat etmek gerekir. Nihai değer hesaplanma yöntemlerinden biri olan sabit büyüme modelinde, tahmini dönemin en son yılında beklenen nakit akımına daha sonraki yıllar için sabit büyüme seviyesi uygulanarak bu büyüme oranının nihai olarak devam ettiği farz edilir.

Çan Kömür Şirket değerlemesinde, en uygun değerlendirme yöntemi olarak 'İndirgenmiş Nakit Akımları' metodu belirlenmiş olup, bu metod kullanılarak yapılmış olduğumuz analiz ve sonuçlar raporumuzda yer almaktadır.

Piyasa Bazlı Yaklaşım

Piyasa bazlı yaklaşıma göre bir varlığın değeri yatırımcıların piyasada benzer varlıklara ne kadar değer biçtiğine dayanmaktadır.

Bu yaklaşımda benzer varlıkların piyasa değerleri çeşitli göstergelerine oranlanarak, değerlendirme konusu varlığın değeri tahmin edilmektedir. Gerekli görüldüğü durumlarda değerlendirme konusu varlık ve benzer varlıklar arasındaki farklar için çeşitli düzeltmeler yapılabilir. Ayrıca piyasa değerleri ele alınırken, değerlerin elde edildiği kaynaklar, gerçekleştiği tarihler, ve verilerin derinliğine dikkat edilmelidir.

Kazanç temelli değerlemede uygulanan çarpanlar genellikle, değerlemesi yapılan şirketin özellikleri gözden geçirilip gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra, benzer sektörde halka açık şirketlerden ve yakın dönemde gerçekleşmiş işlemlerden alınan bilgilere dayanır. Borsada işlem gören karşılaştırılabilir şirketlerden alınan çarpanlar genellikle az sayıda hisselerin alım satımlarından yansıyan hisse senedi fiyatına dayanır; ve genellikle azınlık indirgemeyi yansıtır. Buna göre, bir şirketin tamamını (%100) değerlerken, yakın zamanda gerçekleşmiş, kontrol hisse priminin ve talep genişliğinin yansıtıldığı, birleşme ve satın almalarda elde edilmiş çarpanlara da başvurulur

Özkaynak Bazlı Yaklaşım

Şirketler'in değerlendirme tarihi itibarıyla hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında belirtilen defter değeri, özkaynak tutarıdır.

Şirketler'in sadece o zaman dilimi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini gösterir, pazar payı, dağıtım ağı, gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır.

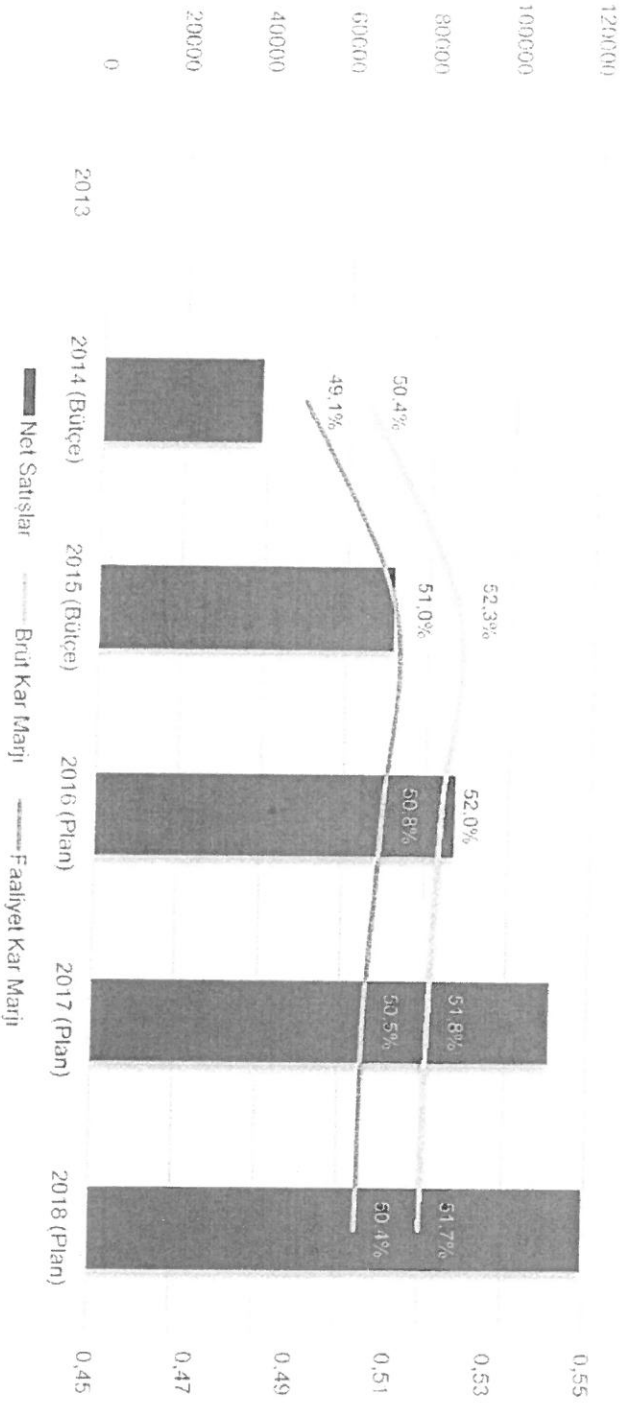
Net Satış Gelirleri ve Kar Marjı Projeksiyonu

Şirket, faaliyetlerine 2014 yılında başlamayı planlamıştır.

Dolayısı ile, 2014 yılı tam bir faaliyet yılı olmak yerine, başlangıç yılı olacaktır.

2014 yılında şirket 38.6 milyon TL'lik net satış geliri bütçelemiş bulunmaktadır.

2014 yılında planlanan brüt kar marjı %50.4 olup, aynı dönem faaliyet kar marjının %49.1 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.



Linyit Madenciliiği ve Şirket ile İlgili Genel Hususlar

1) Maden İşletme Yöntemleri

Sektörde kömür, açık işletmecilik ve yeraltı işletmeciliğı olmak üzere iki temel yöntemle üretilmektedir. Yüzeğe yakın kömür oluşunları ekonomik nedenlerle açık işletmecilik yöntemi ile üretilmekte derin kömür damarları ise yeraltı işletmeciliğı yöntemi ile çıkartılmaktadır. Açık işletmecilik yöntemi ile üretilen kömür oluşunlarında dragline, büyük kapasiteli kazıcılar, yükleyiciler ve kamyonlar kullanılmakta, yeraltı işletmecilik yöntemi ile üretilen kömür oluşunlarında kazılan boşluğı göçmeden tutabilecek hidrolik tahkimatlar, kömür kazıcılar ve nakledici konveyörler kullanılmaktadır.

Fitchner Grup tarafından yapılan analizler sonucunda Şirketin Çanakkale Çan yöresinde bulunan ocaklarında 'Yeraltı işletmeciliğı' önerilmektedir. Bu durum; Şirketin kömür madenlerinde en büyük maliyet kalemlerinden bir olan dekapaj maliyetine katlanmaması anlamına gelmektedir.

2) Dekapaj

Linyit sektöründe üretimler kadar, üretim yapabilmek amacıyla kömürün üzerinden kaldırılan örtü miktarı da önemli görülmektedir. 2012 yılında TKI tarafından 153,3 milyon m3 ve EUAŐ tarafından 39,8 milyon m3 olmak üzere toplam 193,1 milyon m3 dekapaj gerçekleştirilmiştir. Özel sektör linyit üretimi büyük oranda yeraltı madenciliiği yöntemiyle yapılmakta olup gerçekteşirilen dekapaj miktarı TKI ya da EUAŐ ile karşılaştırıldığında oldukça sınırlı kalmaktadır

3) Rodövans

İdareye her ton üretilen / satılan kömür başına veya bu kömüre dayalı elektrik üretiminde üretilen beher kWh başına ödenen bedeldir. Bu metod, TKI ve EUAŐ tarafından kömür sahalarının özelleştirilmesinde kullanılmaktadır.

Çan Kömür, yapılan rodövans anlaşması gereğı, satış gelirinin %4 ünü idareye rodövans olarak ödeyecektir.

4) Lavvar

Madencilikte tüvönan ürünlerin zenginleştirilerek daha uygun fiyatla satışını sağılamak veya nihai ürün elde etme aşamasına hazırlamak için ocaktan çıkan madenlerin ilk işleme (hazırlama ve zenginleştirme işlemlerine) tabi tutuldukları tesis.

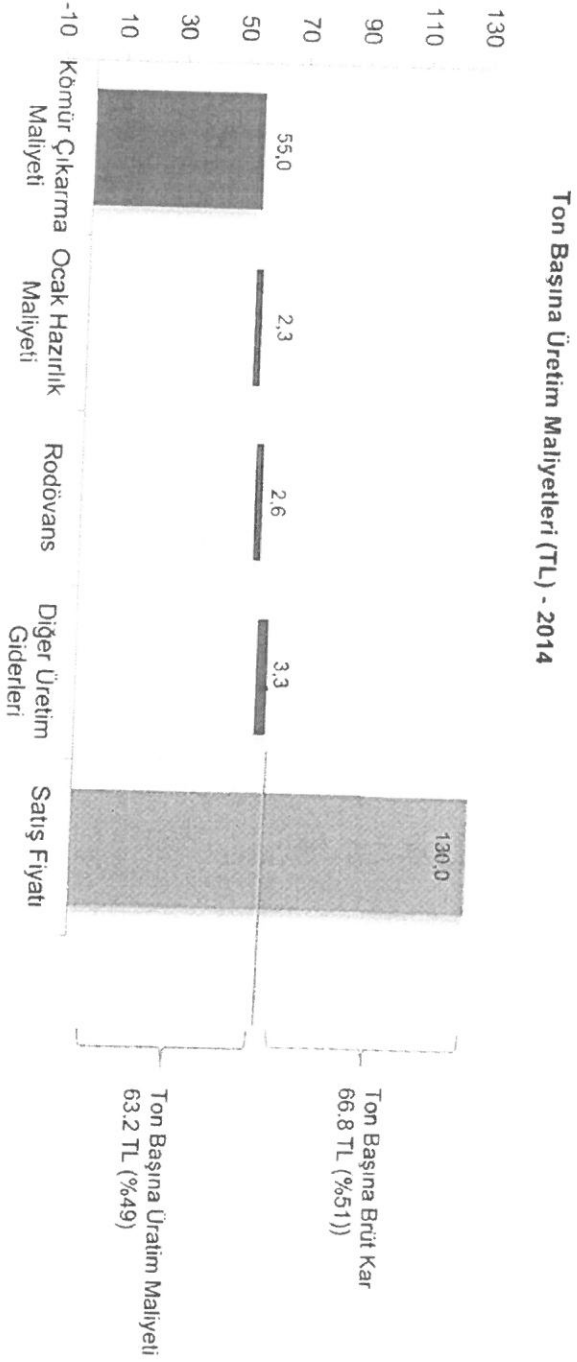
Çan Kömür ocaklarında yapılan analizler sonucu, linyit rezervlerinin yüksek kalitede olduğıu belirlendiğinden, (ortalama 3.500 kcal), çıkarılan linyitin yıkama ve zenginleştirme işlemine tabi tutulması gerekmektedir. Tüvenan olarak sanayi işletmelerine satılabilecek rezerv bulunduğundan, yapılan projeksiyonlarda lavvar işlemi öngörölmüştür.

Üretim Maliyetleri Hakkında

Satış Fiyatı olan 130 TL / ton, TKI tarafından Ocak 2014 tarihinde yayınlanmış fiyat listesinden, Çan Kömür'ün rezervlerinden daha düşük kcal değerindeki kömür satış fiyatları dikkate alınarak hesaplanmıştır

İş planı, şirketin kömürü tüvenan olarak sanayi kuruluşlarına satacağı varsayımı ile hazırlanmış olup, Daha yüksek fiyat ve kar marjı elde edilebilecek, torbalı bir şekilde son kullanıcıya satış öngörülmemiştir.

Yapılan hesaplamalar ve analizler sonucunda ulaşılan ton başına maliyet yapısı aşağıdaki grafikte sunulmaktadır



Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Geçmiş ait operasyon verileri olmadığından, Şirket tarafından bütçelenmiş ve planlanmış ticari şartlar kullanılmıştır.

Şirketin bu koşullardaki Nakit Döngüsünün ortalama 15 gün olacağı varsayılmıştır.

Şirketin, 45 gün ortalama stok devir hızı ve 30 günlük alacak tahsil süresi ile çalışacağı öngörülmüştür.

Ticari Borç ödeme süresinin ise ortalama 30 gün olacağı varsayılmıştır.

(TL)	2013	2014 (Bütçe)	2015 (Bütçe)	2016 (Plan)	2017 (Plan)	2018 (Plan)
Satış Gelirleri	0	39.000.000	72.208.500	87.856.082	111.542.082	120.371.753
Satılan Malın Maliyeti	0	-18.955.000	-33.753.728	-41.269.523	-52.670.081	-56.955.807
(TL)	2013	2014 (B)	2015 (B)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)
Ticari Alacaklar	10.759	3.205.479	5.934.945	7.221.048	9.167.842	9.893.569
Ticari Borçlar	390.787	2.336.918	4.161.418	5.088.023	6.493.572	7.021.949
Stoklar	214.417	1.557.945	2.774.279	3.392.016	4.329.048	4.681.299
(Gün)	2013	2014 (B)	2015 (B)	2016 (P)	2017 (P)	2018 (P)
Alacak Tahsil Süresi		30	30	30	30	30
Borç Ödeme Süresi		45	45	45	45	45
Stok Devir Süresi		30	30	30	30	30
Nakit Döngüsü (Gün)		15	15	15	15	15
Net İşletme Sermayesi	-165.611	2.426.507	4.547.806	5.525.040	7.003.318	7.552.919
Net İşletme Sermayesi Değişim		2.592.118	2.121.299	977.234	1.478.278	549.601

Maddi Duran Varlıklar, Yatırımlar ve Amortisman Projeksiyonu

Şirketin sahip olduğu muhelif duran varlıklar, taşıt ve demirbaşlara yapılacak ilaveler, yıl aşırı 200 bin TL, aktifleştirilecek bakım-onarım giderleri de yıllık 20 bin TL düzeylerinde öngörülmüştür.

Ortalama İfta Süreleri		18 yıl	9 yıl	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Mevcut Duran Varlıklar için									
Yeni Alınacaklar için									
Duran Varlıklar (Dönem Başı)	2.959.945	2.959.945	3.179.945	3.199.945	3.419.945	3.439.945			
+ Yeni Duran Varlık Yatırımı		200.000			200.000				
+ Bakım-onarım giderleri		20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Dönem İçinde Ayrılan Amortisman			(163.968)	(188.413)	(190.635)	(215.079)	(217.302)		
Birikmiş Amortisman	(8.515)	(8.515)	(172.483)	(360.896)	(551.531)	(766.610)			
Brüt Duran Varlıklar (Dönem Sonu)	2.959.945	3.179.945	3.199.945	3.419.945	3.439.945	3.659.945			
Net Duran Varlıklar (Dönem Sonu)	2.951.430	3.007.462	2.839.049	2.868.414	2.673.335	2.676.033			
		2014	2015	2016	2017	2018			
2013	286.710	286.710	286.710	286.710	286.710	286.710			
2014	0	20.833	20.833	20.833	20.833	20.833			
2015	0	0	20.833	20.833	20.833	20.833			
2016	0	0	0	0	20.833	20.833			
2017	0	0	0	0	0	0			
	286.710	307.543	328.377	349.210	370.043				

Gelir Tablosu Projeksiyonu

Şirket'in şimdiye kadar bahsedilen varsayımları ve şirket yönetiminin tarafımıza sağlamış olduğu 2014-2018 dönemi bütçe ve planları çerçevesinde, projeksiyon dönemi boyunca oluşacak gelir tablosu kalemleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

	2013	2014 (Bütçe)	2015 (Bütçe)	2016 (Plan)	2017 (Plan)	2018 (Plan)
BRÜT SATIŞLAR	0	39.000.000	72.208.500	87.856.082	111.542.082	120.371.753
Satış İndirim ve İskontoları	0	-390.000	-722.085	-878.561	-1.115.421	-1.203.718
NET SATIŞLAR	0	38.610.000	71.486.415	86.977.521	110.426.661	119.168.035
SATILAN MALIN MALİYETİ	0	-18.955.000	-33.753.728	-41.269.523	-52.670.081	-56.955.807
BRÜT SATIŞ KARI	0	19.655.000	37.732.688	45.707.998	57.756.580	62.212.228
BRÜT SATIŞ KAR MARGİNİ	0,0%	50,4%	52,3%	52,0%	51,8%	51,7%
OPERASYONEL GİDERLER	-24.205	-487.500	-902.606	-1.098.201	-1.394.276	-1.504.647
FAALİYET KARI	-24.205	19.167.500	36.830.081	44.609.797	56.362.304	60.707.581
FAALİYET KAR MARGİNİ	0,0%	49,1%	51,0%	50,8%	50,5%	50,4%
DİĞER OPERASYONEL GELİR VE GİDER	-5.391	786.531	2.522.845	3.977.653	5.097.051	5.995.658
DİĞER OPERASYONEL GELİRLER	0	786.531	2.522.845	3.977.653	5.097.051	5.995.658
DİĞER OPERASYONEL GİDERLER	-5.391	0	0	0	0	0
FAALİYET DIŞI GELİR VE GİDER	-25.072	0	0	0	0	0
VERGİ ve FAİZ ÖNCESİ KAR / (ZARAR)	-54.668	19.954.031	39.352.926	48.587.450	61.459.355	66.703.240
VERGİ ÖK MARGİNİ	0,0%	51,2%	54,5%	55,3%	55,1%	55,4%
FINANSMAN GİDERLERİ	-35.761	0	0	0	0	0
VERGİ	0	-3.990.806	-7.870.585	-9.717.490	-12.291.871	-13.340.648
Elektif Vergi Oranı	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
NET KAR	-90.429	15.963.225	31.482.341	38.869.960	49.167.484	53.362.592

Bilanço Projeksiyonu

Şirketin şimdiye kadar bahsedilen varsayımları ve şirket yönetiminin tarafımızca sağlamış olduğu 2014-2018 dönemi bütçe ve planları çerçevesinde, projeksiyon dönemi boyunca oluşacak bilanço kalemleri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Şirketin projeksiyon dönemi boyunca oluşan karın %90'ını pay sahiplerine kar payı olarak dağıtacağı varsayılmıştır.

	2013	2014 (Bütçe)	2015 (Bütçe)	2016 (Plan)	2017 (Plan)	2018 (Plan)
AKTİF						
KASA ve BANKALAR	3.572.175	23.551.502	46.371.220	58.448.255	73.464.471	80.266.485
TİCARİ ALACAKLAR	72	15.730.615	34.726.280	44.826.778	57.114.246	62.798.917
DİĞER ALACAKLAR	10.759	3.205.479	5.934.945	7.221.048	9.167.842	9.893.569
STOKLAR	85.639	0	0	0	0	0
MADDİ DURAN VARLIKLAR (NET)	214.417	1.557.945	2.774.279	3.392.016	4.329.048	4.681.299
GAYRİ MADDİ DURAN VARLIKLAR (NET)	2.951.430	3.007.462	2.839.049	2.868.414	2.673.335	2.676.033
DİĞER VARLIKLAR	0	50.000	96.667	140.000	180.000	216.667
PASİF						
FINANSAL BORÇLAR	309.857	0	0	0	0	0
TİCARİ BORÇLAR	3.572.175	23.551.502	46.371.220	58.448.255	73.464.471	80.266.485
DİĞER BORÇLAR	1.244.646	0	0	0	0	0
VERGİ ve DİĞER YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER	390.787	2.336.918	4.161.418	5.088.023	6.493.572	7.021.949
GELECEK DÖNEME AIT GELİR TAAHHÜTLERİ	1.244.646	0	0	0	0	0
ÖZKAYNAKLAR	7.826	3.990.806	7.870.585	9.717.490	12.291.871	13.340.648
	46.040	0	0	0	0	0
	638.230	17.223.778	34.339.216	43.642.742	54.679.028	59.903.888

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) Hesaplaması

Şirket'in serbest nakit akımlarına uygulanacak 'Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti' (WACC) %15,7 olarak hesaplanmıştır.

Özkaynak Tutarı (TL)	638.230	34%
Borç Tutarı (TL)	1.244.646	66%
Vergi Oranı	20%	
Beta Oranı	1,00	
$1 + (1 - V)B/\bar{O}$	2,56	
Kaldıraçsız Özkaynak Betası	0,39	
Risksiz Getiri Oranı	10,60%	
Ülke Risk Primi	13,90%	
Ülke Risk Primi	13,90%	
Özkaynak Risk Primi	13,90%	
(+) Risksiz Getiri Oranı	10,60%	
Özkaynak Maliyeti	24,50%	
Borç Maliyeti	14,0%	

	%	Ağırlık	Ağırlıklı %
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	11,2%	66,1%	7,4%
Özkaynak Maliyeti	24,5%	33,9%	8,3%
Sermaye Maliyeti Ağırlıklı Ortalaması			15,7%

Serbest Nakit Akımları ve İndirgenmiş Nakit Akımı

Şirket'in 2018 yılına kadar sağlayacağı tahmin edilen nakit akışları ile 2018 yılından sonraki nakit akışlarının yaratacağı değer in % 15,70 ile indirgenmesiyle hesaplanan Faaliyet Değeri (dolayısıyla mevcut rezervlerin işletme değeri) 291.8 milyon TL'dir.

Borç ve Nakit tutarlarının düzeltilmesi sonucu oluşan Şirket Değeri ise 290,6 milyon TL'dir.

Serbest Nakit Akımları (TL)	2014	2015	2016	2017	2018
FVAÖK (EBITDA)	20.117.999	39.544.672	48.784.752	61.684.435	66.933.875
Vergiler	-3.990.806	-7.870.585	-9.717.490	-12.291.871	-13.340.648
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-2.592.118	-2.121.299	-977.234	-1.478.278	-549.601
Yatırımlar	-270.000	-70.000	-270.000	-70.000	-270.000
Serbest Nakit Akımları	13.265.075	29.482.788	37.820.027	47.844.285	52.773.626

İskonto Oranı

15,7%

2018+ Reel Büyüme Oranı

0,0%

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)	2014	2015	2016	2017	2018	2018+
Serbest Nakit Akımları	13.265.075	29.482.788	37.820.027	47.844.285	52.773.626	335.961.336
İskonto Oranı	1,08	1,25	1,44	1,67	1,93	1,93
İndirgenmiş Nakit Akımları	12.299.089	23.624.765	26.191.266	28.635.213	27.297.507	173.778.219

Faaliyet Değeri (TL)

291.826.059

2014 - 2018 İNA

118.047.840

2018 Sonrası Değer

173.778.219

+ Kasa ve Bankalar 2013

72

- Finansal Borçlar 2013

-1.244.646

Şirket Değeri (TL)

290.581.485

Duyarlılık Analizi

Raporun hazırlandığı tarih itibari ile Şirket için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) %15.7 olarak hesaplanmıştır. Son dönemde, yapılan alım-satım işlemlerinde iskonto oranlarının %12-%17 arasında gerçekleştiği de bilinmektedir. Bu nedenle, farklı oranlardaki iskonto katsayılarına ve yıllık satış büyüme hızlarına duyarlı Şirket Değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir.

(TL)	İskonto Oranı			
	14.7%	15.7%	16.7%	
Yıllık Satış Artış Oranları	-5%	280.714.739	261.097.177	243.872.865
	Baz Senaryo	312.989.749	290.581.485	271.238.457
	+5%	350.136.425	324.849.178	302.669.594

Farklı büyüme ve iskonto oranlarına denk gelen FVAÖK çarpanları aşağıdaki tabloda verildiği gibi hesaplanmıştır.

Şirketin 2014 yılının ortalarında faaliyete geçeceği göz önüne alınırsa, FVAÖK çarpanlarının, tam yıl faaliyete oranla ortalama 2 kat fazla çıkacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

14.5 olan «orta değer», tam yıl faaliyete göre hesaplanır ise 7.3 gibi bir VFAÖK çarpanına tekabül etmektedir. Bu oran da son dönemde «ortalama risk», «ortalama büyüme oranı» kapsamındaki şirketlere atfedilen çarpan ile uyumludur.

(x FVAÖK)		İskonto Oranı		
		14.7%	15.7%	16.7%
Yıllık Satış Artış Oranları	-5%	14.0	13.0	12.2
	Baz Senaryo	15.6	14.5	13.5
	+5%	17.5	16.2	15.1