

ACISELSAN

ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.



FİYAT TESPİT RAPORU

19 Nisan 2012



İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
1. Raporun Amacı	3
2. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler	3
3. Sınırlayıcı Koşullar	3
4. Şirket Tarihçesi ve Ortaklık Yapısı	4
5. Şirket Faaliyetleri Hakkında Özet Bilgi	4
6. Sodyum Karboksimetil Selüloz ("CMC")	5
7. Acıselsan'ın İlk İşlem Seansında Uygulanacak Referans Fiyata Baz Teşkil Edecek Değerin Tespiti	6
7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Piyasa Değeri	6
7.2. Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Piyasa Değeri	13
8. Sonuç	17

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor, Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Acıselsan" veya "Şirket") hisse senetlerinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ("İMKB") 383 sayılı "Halka Açık Şirketlerin Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Borsada İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi" kapsamında İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem görmesi kapsamında ilk işlem seansında uygulanacak referans fiyata baz teşkil edecek Şirket değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Turkish Yatırım A.Ş. ("Turkish Yatırım"), önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Turkish Yatırım, kendisine sunulan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği üzerine bir çalışma yapmamış olup; kendisine sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymış ve söz konusu projeksiyonları değerlendirme çalışmasında yorumlayarak kullanmıştır.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar fiyat tespit raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Turkish Yatırım'a sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket hissedarlarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Turkish Yatırım tarafından değerlemeye konu mülk yerinde denetlenmemiştir.
- Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.
- Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

4. ŞİRKET TARİHÇESİ ve ORTAKLIK YAPISI

Aciselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Aciselsan" veya "Şirket") 1973 yılında Acıpayam Denizli'de kurulmuştur. Bölge halkının ortaklığıyla kurulmuş olan Aciselsan'ın halen 3.700'ün üzerinde ortağı bulunmakta, bu nedenle Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. maddesi uyarınca halka açık anonim şirket statüsünde bulunmaktadır.

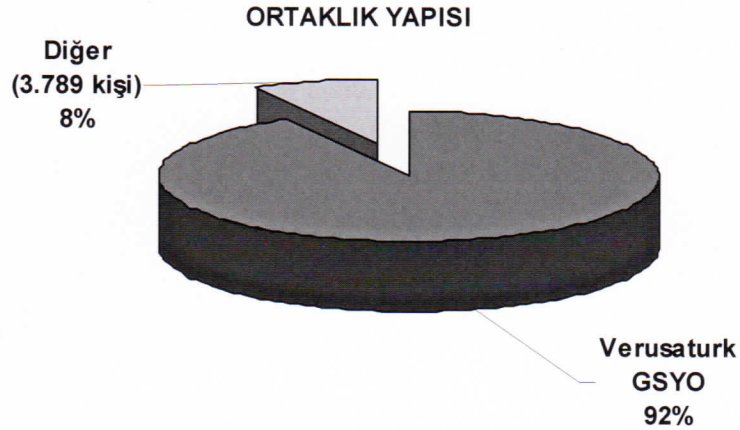
1974 yılında Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. ve Vakıflar Bankası A.Ş. Şirket'e verdikleri kredilerin geri ödemesi kapsamında Aciselsan'a ortak olmuşlardır.

Şirket'in ödenmiş 602.000 TL tutarındaki sermayesinin %76,83'ü Türkiye Kalkınma Bankası'na ait iken bu hisselerin tamamı T. Kalkınma Bankası'nın kuruluşunu düzenleyen 4456 sayılı Kanun'un 21. maddesi hükmü gereğince, 16.04.2010 tarih ve 2010/21 sayılı Özelleştirme Yüksek Kurulu ("ÖYK") kararıyla 18 ayda özelleştirilmek üzere özelleştirme kapsam ve programına alınarak Özelleştirme İdaresi Başkanlığına ("İdare") devredilmiştir.

%76,83'lük İdare hissesi, yapılan ihale sonrasında 19.12.2011 tarihli ÖYK kararı doğrultusunda en yüksek teklifi veren Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye ("Verusaturk GSYO") 24.01.2012 tarihli hisse devir sözleşmesi uyarınca 1.970.000 ABD Dolarına satılmıştır. Bu satın alma işleminde Aciselsan'ın toplam şirket değeri 2.564.088 ABD Dolarına karşılık gelen 4.654.332 TL olmuştur.

Verusaturk GSYO daha sonra T. Vakıflar Bankası T.A.O. Memur ve Hizmetlileri Emekli ve Sağlık Yardım Sandığı Vakfına ait %15,2 hisseyi de satın alarak Aciselsan'daki hisse oranını %92'ye yükseltmiştir.

Şirket'in halihazırdaki ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:



Aciselsan'ın halka açık statüde bir şirket olması sebebiyle Verusaturk GSYO, diğer ortakların sahip olduğu hisseleri satın almak üzere 9 Nisan 2012 itibariyle çağrıya başlamıştır. Çağrı fiyatı 24.01.2012 tarihli hisse devir sözleşmesinde belirtilen değer üzerinden 1 TL nominal değerli hisse için 7,73 TL'ye karşılık gelirken, Verusaturk GSYO çağrı fiyatını 10,00 TL olarak belirlemiştir. Bu doğrultuda Aciselsan'ın çağrı işleminde ortaya çıkan şirket değeri 6.020.000 TL olmuştur.

5. ŞİRKET FAALİYETLERİ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Aciselsan'ın faaliyet konusu, selüloz ve selüloz türevlerinin üretimini, alımını ve satımını yapmaktır. Şirket kimyasal adıyla sodyum karboksimetil selüloz ("CMC") olarak adlandırılan, nitelik olarak yapıştırıcı, koyulaştırıcı özelliğe sahip olan selüloz imal ve satışı ile işgal etmektedir.

Şirket faaliyetlerini 210.848 m² arazi üzerinde kurulu 8.843 m² kapalı alanda sürdürmektedir.

Aciselsan 3.000 ton/yıl teknik CMC ve 300 ton/yıl saf CMC üretim kapasitesini 2008 yılında yapılan yeni kurutma hattıyla 4.200 ton/yıla çıkartmıştır.

Türkiye’de CMC üretimi yapan başlıca firmalar ve üretim kapasiteleri aşağıdaki gibidir:

ÜRETİM KAPASİTESİ	
Firma Adı	Kapasite (Ton)
Denkim	14.500
Uğur Selüloz Kimya	13.000
Selkim	7.500
Patisan	6.000
Aciselsan	4.200
Toplam	45.200

Aciselsan 2012 yılında gerçekleştirmeyi planladığı yatırımla yıllık üretim kapasitesini 12.000 ton’a çıkarmayı planlamaktadır.

Sektörde yer alan başlıca firmalar gibi Aciselsan da üretimini gerek yurtiçine gerekse yurtdışına satmaktadır. Yurtiçindeki satışlarını bayileri kanalıyla veya direkt olarak gerçekleştirmekte, yurtdışına yapılan satışlarında ise yurtdışındaki acentelerini kullanmakta, ancak direkt olarak satış da gerçekleştirmektedir.

CMC’nin temel iki hammaddesinden biri olan selüloz Türkiye’de üretilmemekte ve tamamı ithal edilmektedir. İthalat genelde İskandinav ülkeleri, ABD ve Kanada, Brezilya, Şili ve Güney Afrika’dan yapılmaktadır. Aciselsan selüloz ithalatını Güney Afrika ve Kanada’dan yapmaktadır.

6. SODYUM KARBOKSİMETİL SELÜLOZ (“CMC”)

CMC, açık krem ile beyaz renk arasında, toz ve granül karışımı, tatsız, kokusuz, suda çözünerek renksiz ve viskozitesi yüksek çözeltiler meydana getiren anyonik bir polimerdir.

CMC, emülsiyonları stabilize etmesi, sulu ortamda katıları süspansiyon halinde tutması, nem oranını dengede tutması, çözelti viskozitesini ayarlaması, yağ, gres ve organik çözücülere dayanıklı film meydana getirmesi gibi özellikleri nedeniyle çok geniş bir kullanım alanına sahiptir. Hammadde olmayan, bir yardımcı madde olan CMC deterjan sanayiinde, boya sanayiinde, sondaj işlemlerinde, duvar kağıdı yapıştırıcılarında, tekstilde haşıl maddesi olarak, gıda sanayiinde, ilaç sanayiinde ve kozmetik sanayiinde kullanılmaktadır.

Kullanım şekilleri aşağıda özetlenmiştir.

Sektör	Kullanım alanı
Gıda	Süt ürünleri, unlu mamüller, içecekler, dondurma, çorbalar ve soslar için viskozite düzenleyici, kıvam verici, tazeligi koruyucu, hacmi artırıcı, kristalizasyonu kontrol edici, çökmeyi engelleyici ve bağlayıcı olarak kullanılmaktadır.
Eczacılık	Tabletler, şuruplar, süspansiyonlar, göz-kulak-burun damlaları için bağlayıcı ve kalınlaştırıcı olarak kullanılmaktadır.
Kozmetik	Kremler, losyonlar, diş macunu için viskozite düzenleyici olarak kullanılmaktadır.
Tekstil	Haşılama, tekstil boyalarında ve halı altı yapıştırmasında kullanılmamaktadır.
Sondaj	Sondaj işlemlerinde sıvı kaybının kontrol edilmesinde, akışkanlığın kontrolünde ve yağlayıcı olarak kullanılmaktadır.
Seramik	Seramik, porselen, vitrifiye ürünlerinde kurutma işlemi sırasındaki viskozitenin kontrol edilmesi ve bağlayıcı olarak kullanılmaktadır.
Deterjan	Toz deterjanlarda ve krem deterjanlarda kirin hapsedilmesi, viskozitenin kontrol edilmesi ve çözeltinin çökme yapmaması için kullanılmaktadır.
Boya	Boyanın kıvamının tutturulmasında kullanılmakta, dayanıklı film meydana getirmesi sayesinde boyanın duvarda güzel görünmesi sağlanmaktadır.
Duvar Kağıdı Tutkalı	Tutkalın uygun bir kıvamda ve güçlü bir yapıştırma kuvvetine sahip olmasında kullanılır.

7. ACISELSAN'IN İLK İŞLEM SEANSINDA UYGULANACAK REFERANS FİYATA BAZ TEŞKİL EDECEK DEĞERİN TESPİTİ

Aciselsan'ın hisse senetlerinin İMKB'nin 383 sayılı "Halka Açık Şirketlerin Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Borsada İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi" kapsamında İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem görmesi kapsamında ilk işlem seansında uygulanacak referans fiyatın tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi uygulanmıştır.

7.1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİNE GÖRE PİYASA DEĞERİ

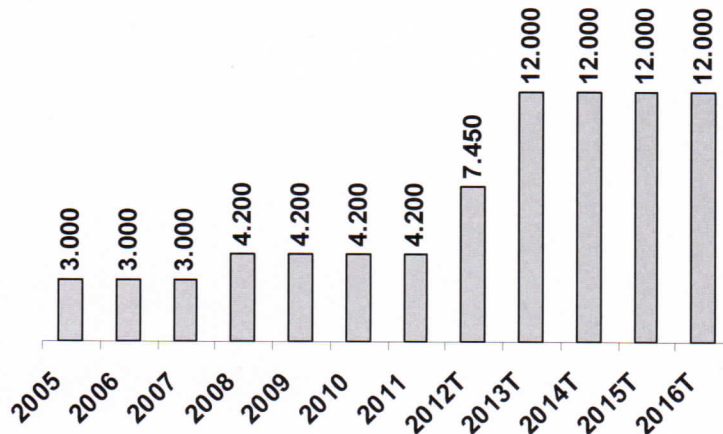
Değerlemeye İlişkin Varsayımlar

- Şirketin indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2012 – 2016 yılları arasını kapsamakta olup, şirketin projeksiyon dönemi boyunca ve projeksiyon döneminden sonraki devam eden serbest nakit akımlarının bugünkü değerleri toplanarak Şirket'in piyasa değeri bulunmuştur.
- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmış olup, aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.
- Değerleme çalışmasında Turkish Yatırım'a sunulan projeksiyonlar Turkish Yatırım tarafından yorumlanarak kullanılmıştır.
- Tüketici Fiyatları Endeksi'nin 2012 – 2016 yılları arasında %6,50 – %8,00 aralığında seyredeceği öngörülmüştür.

2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
8,00%	7,20%	6,85%	6,50%	6,70%

- Şirketin üretim kapasitesi 4.200 ton/yıl olup, Şirketin yatırım planları doğrultusunda yapılacak 1.000.000 TL'lik yatırımla şirketin üretim kapasitesinin 7.800 ton/yıl artarak 12.000 ton/yıl'a çıkarılacağı varsayılmıştır. Yeni yatırımın 2012 yılının Ağustos ayında devreye girmesi hedeflendiğinden yıllık üretim kapasitesi 2012 yılı için ay bazında ağırlandırılarak 7.450 ton/yıl olarak ifade edilmiştir.

Yıllar İtibariyle Üretim Kapasitesi (Ton/Yıl)



Yapılacak olan kapasite artırımı yatırımının, Denizli'de 2008 yılında kurulmuş olan ancak yönetimsel sebeplerden ötürü kapanan CMC fabrikasının mevcut atıl durumda bulunan makinelerinin satın alınarak Aciselsan tesislerinde boş durumda bulunan eski Tekel binasına kurulması yoluyla gerçekleştirilmesi varsayılmıştır.

Kapasite artırım yatırımının temel amacı;

Şirketin faaliyette bulunduğu mevcut tesislerinde hammadde olarak yüksek maliyetli selülozlardan biri olan Güney Afrika selülozu kullanılabildiği için üretim maliyetleri yüksek seyretmektedir. Buna karşın üretilen ürün pazardaki ürünlerden daha kaliteli olmaktadır. Ancak maliyetlerin yüksekliği faaliyet gösterilen pazarda şirketin rekabetçi fiyat politikası uygulamasını engellemektedir.

Yeni yatırımla birlikte tonu yaklaşık 1.200 ABD doları olan Güney Afrika selülozu yerine 800 ABD Dolarlık Asya ve Kanada selülozu kullanılabilecek olup, böylelikle şirketin üretim maliyetlerinin düşeceği öngörülmektedir. Bu sayede fiyat rekabeti dolayısıyla kaybedilmiş olan müşterilerin tekrar geri kazanılması hedeflenmektedir.

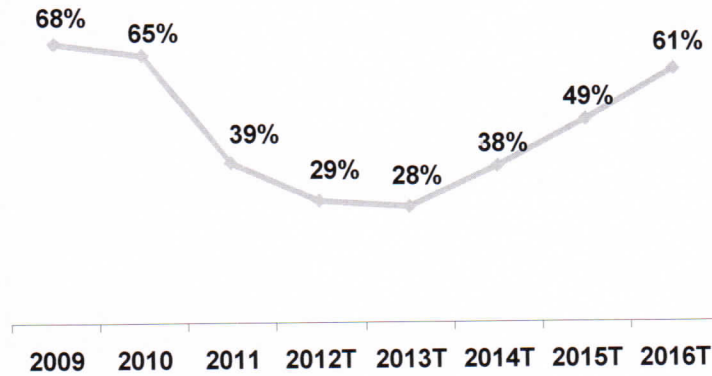
Yeni üretim tesisi ile birlikte fire oranlarının daha düşük olması ve dolayısıyla verimlilik oranlarının artması da beklenmektedir.

- Şirketin yıllar itibarıyla satış miktarlarının 2012 yılında devreye girecek yeni yatırımı ile birlikte aşağıdaki şekilde artış göstermesi öngörülmüştür.

(Ton)	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Satış Miktarları	1.619	2.186	3.388	4.520	5.876	7.345
Artış / Azalış	-41%	35%	55%	33%	30%	25%

- Şirketin kapasite kullanım oranının, daha düşük maliyetli üretim imkanı sağlayan yeni yatırımın Ağustos 2012'de devreye girmesi planları doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca başlangıçta düşük seviyelerde gerçekleşmesi, daha sonra artması planlanmaktadır.

Yıllar İtibarıyla Kapasite Kullanım Oranı



- Şirketin satışlarını gerçekleştirdiği ürünlerin satış fiyatları projeksiyon dönemi boyunca her yıl %5 oranında artırılmıştır.

- Şirketin projeksiyon dönemi boyunca satış fiyatlarına ve miktarlarına bağlı olarak ürün bazında ve yurtiçi/yurtdışı olarak satışlarının dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Satış Gelirleri (TL)	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
CMC Deterjan	1.527.000	1.272.733	648.480	919.221	1.496.031	2.120.625	2.894.652	3.799.231
Yurtiçi	130.000	197.902	16.134	22.870	37.220	52.760	72.017	94.522
Yurtdışı	1.397.000	1.074.831	632.346	896.351	1.458.811	2.067.865	2.822.635	3.704.709
CMC Tutkal	820.000	1.046.355	1.510.505	2.141.141	3.484.707	5.122.519	6.992.239	9.177.313
Yurtiçi	781.000	1.029.616	1.510.505	2.141.141	3.484.707	5.122.519	6.992.239	9.177.313
Yurtdışı	39.000	16.739	0	0	0	0	0	0
CMC Tekstil	111.000	107.501	41.430	58.727	95.578	130.464	178.083	233.734
Yurtiçi	111.000	105.355	41.430	58.727	95.578	130.464	178.083	233.734
Yurtdışı	0	2.147	0	0	0	0	0	0
CMC Sondaj	933.000	728.084	477.769	677.237	1.102.203	1.504.508	2.053.653	2.695.420
Yurtiçi	864.000	128.213	187.585	265.902	432.756	590.711	806.321	1.058.297
Yurtdışı	69.000	599.870	290.183	411.335	669.448	913.796	1.247.332	1.637.123
CMC Boya	2.732.000	2.479.985	2.053.792	2.911.250	4.738.060	6.467.451	8.828.071	11.586.844
Yurtiçi	91.000	127.155	94.581	134.069	218.197	297.839	406.550	533.597
Yurtdışı	2.641.000	2.352.830	1.959.211	2.777.181	4.519.863	6.169.612	8.421.521	11.053.246
CMC Saf	27.000	52.015	140.693	199.433	324.577	443.047	604.759	793.746
Yurtiçi	27.000	52.015	117.681	166.812	271.487	370.580	505.841	663.917
Yurtdışı	0	0	23.013	32.620	53.090	72.467	98.918	129.830
Alkali	0	32.963	78.311	111.005	180.661	246.602	336.612	441.803
Yurtiçi	0	0	0	0	0	0	0	0
Yurtdışı	0	32.963	78.311	111.005	180.661	246.602	336.612	441.803
Asel SMCA	0	3.395	11.920	16.897	27.499	37.537	51.238	67.249
Yurtiçi	0	3.395	11.920	16.897	27.499	37.537	51.238	67.249
Yurtdışı	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	17.000	2.266	28.369	40.212	65.446	89.334	121.940	160.047
Yurtiçi	17.000	2.266	28.369	40.212	65.446	89.334	121.940	160.047
Yurtdışı	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	6.167.000	5.725.297	4.991.268	7.075.123	11.514.762	16.162.086	22.061.248	28.955.388

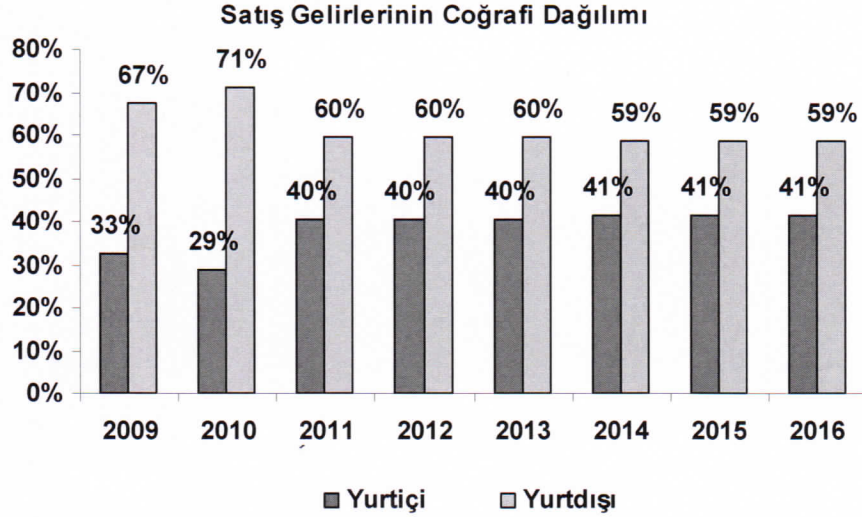
Satış Gelirleri (TL)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Yurtiçi	2.021.000	1.645.916	2.008.205	2.846.630	4.632.890	6.691.743	9.134.230	11.988.676
Yurtdışı	4.146.000	4.079.381	2.983.064	4.228.493	6.881.872	9.470.343	12.927.018	16.966.711

- Şirketin satış gelirlerinin ürün bazındaki dağılımın projeksiyon dönemi boyunca 2011 yılındaki gerçekleştirmelere paralel olması varsayılmıştır.

	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
CMC Deterjan	24,8%	22,2%	13,0%	13,0%	13,0%	13,1%	13,1%	13,1%
CMC Tutkal	13,3%	18,3%	30,3%	30,3%	30,3%	31,7%	31,7%	31,7%
CMC Tekstil	1,8%	1,9%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
CMC Sondaj	15,1%	12,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,3%	9,3%	9,3%
CMC Boya	44,3%	43,3%	41,1%	41,1%	41,1%	40,0%	40,0%	40,0%
CMC Saf	0,4%	0,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%
Alkali	0,0%	0,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%
Asel SMCA	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Diğer	0,3%	0,0%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

CMC Boya, CMC Tutkal, CMC Detarjan ve CMC Sondaj ürünlerinin şirketin satış gelirleri içerisindeki toplam payının %94 seviyesinde gerçekleşmesi ve yıllar itibarıyla mevcut trendini koruması beklenmektedir. En büyük paya sahip iki ürün grubu CMC Boya ve CMC Tutkal'dır.

- Şirketin satış gelirlerinde ihracatın payı 2011 yılında %60 olup, projeksiyon döneminde de yaklaşık olarak aynı seviyelerde gerçekleşmesi, bu doğrultuda yurtiçi satışlarının ise %40'lar seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür.



Yurtdışına yapılacak satışların Doğu Avrupa, Avrupa Birliği ve Orta Doğu ülkelerinin bulunduğu bölgeye yapılması planlanmaktadır. Yurtiçine yapılacak satışlarda ise temel olarak CMC Tutkal ürününün ağırlığını devam ettirmesi hedeflenmektedir.

- Şirketin satışlarının maliyetinin aşağıdaki öngörüler çerçevesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Şirketin faaliyette bulunduğu mevcut tesislerinde hammadde olarak yüksek maliyetli selülozlardan biri olan Güney Afrika selülozu kullanılabildiği için üretim maliyetleri yüksek seyretmektedir. Buna karşın üretilen ürün pazardaki ürünlerden daha kaliteli olmaktadır. Ancak maliyetlerin yüksekliği faaliyet gösterilen pazarda şirketin rekabetçi fiyat politikası uygulamasını engellemektedir.

Yeni yatırımla birlikte tonu yaklaşık 1.200 ABD doları olan Güney Afrika selülozu yerine 800 ABD Dolarlık Asya ve Kanada selülozu kullanılabilecek olup, böylelikle şirketin üretim maliyetlerinin düşeceği öngörülmektedir. Bu sayede fiyat rekabeti dolayısıyla kaybedilmiş olan müşterilerin tekrar geri kazanılması hedeflenmektedir.

Yeni üretim tesisi ile birlikte fire oranlarının daha düşük olması ve dolayısıyla verimlilik oranlarının artması da beklenmektedir.

Hammadde maliyetleri içerisinde yaklaşık %70 payı olan selülozun geçmiş yıllarda şirketin finansal gücünün yetersiz olması sebebiyle vadeli olarak alınması, üretim maliyetlerinin yüksek seyretmesine sebep olmuştur. Şirketin Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Verusaturk GSYO) tarafından 2012 yılında satın alınması ve Verusaturk GSYO tarafından şirkete kaynak enjekte edilmesi sayesinde hammadde alımları nakit olarak daha düşük maliyetle yapılmaya başlanmıştır.

Bu etkenler sonucu şirketin satışlarının maliyetinde düşüş beklenmekte, dolayısıyla kar marjlarının artması öngörülmektedir.

Satışların Maliyeti - SMM (TL)	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
İlk Madde Malzeme Giderleri	3.142.923	3.319.472	2.797.470	3.757.662	5.642.233	7.919.422	10.810.011	14.188.140
<i>Artış / Azalış</i>		6%	-16%	34%	50%	40%	37%	31%
Toplam Satış Adedi (Ton)	2.861	2.731	1.619	2.186	3.388	4.520	5.876	7.345
<i>Artış / Azalış</i>		-5%	-41%	35%	55%	33%	30%	25%
Malzeme Giderleri / Satış Miktarı	1.099	1.215	1.728	1.719	1.665	1.752	1.840	1.932
Malzeme Giderleri / Net Satışlar	51%	58%	56%	53%	49%	49%	49%	49%
İşçilik Giderleri	513.846	836.103	657.737	813.639	1.036.329	1.292.967	1.544.287	1.737.323
<i>Artış / Azalış</i>		63%	-21%	24%	27%	25%	19%	13%
İşçilik Giderleri / Satış Miktarı	180	306	406	372	306	286	263	237
İşçilik Giderleri / Net Satışlar	8,3%	14,6%	13,2%	11,5%	9,0%	8,0%	7,0%	6,0%
Genel Üretim Giderleri	896.889	597.459	624.946	849.015	1.381.771	1.939.450	2.647.350	3.474.647
<i>Artış / Azalış</i>		-33%	5%	36%	63%	40%	37%	31%
Genel Üretim Giderleri / Satış Miktarı	313	219	386	388	408	429	451	473
Genel Üretim Giderleri / Net Satışlar	15%	10%	13%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Amortisman Giderleri	38.141	39.218	32.126	105.000	108.500	112.000	115.500	119.000
Toplam Satılan Malın Maliyeti	4.591.798	4.792.253	4.112.279	5.525.316	8.168.834	11.263.840	15.117.149	19.519.110
<i>Artış / Azalış</i>		4%	-14%	34%	48%	38%	34%	29%

Maliyeti düşük selüloz kullanımı ve nakit alımlarla sağlanan maliyet avantajının etkisiyle hammadde maliyetlerinin satışlara oranının 2011 yılındaki %56 seviyesinden 2012 yılında %53'e, takip eden yıllarda ise %49 seviyesine düşmesi beklenmektedir.

Satış gelirlerinin artması dolayısıyla şirketin üretim maliyetlerindeki işçilik giderlerinin satışlara oranının yıllar itibariyle %11,5'ten kademeli olarak %6 seviyelerine kadar gerilemesi beklenmektedir.

Genel üretim giderlerinin satışlara oranı son 3 yıllık dönemde ortalama %12,5 seviyesinde gerçekleşirken, projeksiyon dönemi boyunca söz konusu oranın %12 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür.

Bu doğrultuda Şirketin yıllar itibariyle brüt kar marjının yaklaşık %20 seviyelerinden yıllar itibariyle kademeli olarak artarak %33 seviyesine kadar yükselmesi öngörülmektedir.

	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Satış Gelirleri	6.167.000	5.725.297	4.991.268	7.075.123	11.514.762	16.162.086	22.061.248	28.955.388
Satışların Maliyeti (-)	4.591.798	4.792.253	4.112.279	5.525.316	8.168.834	11.263.840	15.117.149	19.519.110
Brüt Kar	1.575.202	933.044	878.990	1.549.807	3.345.929	4.898.247	6.944.099	9.436.278
Brüt Kar Marjı	25,5%	16,3%	17,6%	21,9%	29,1%	30,3%	31,5%	32,6%

- Şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranının aşağıdaki öngörüler çerçevesinde 2011 yılındaki %17 seviyesinden %16'ya kadar düşmesi beklenmektedir.

Şirketin pazarlama satış ve genel yönetim giderleri;

- Çalışan sayısındaki artışa ve yıllık enflasyon tahminlerine bağlı olarak yıllar itibariyle artırılmıştır.
- Artan satış hacmine bağlı olarak dışarıdan sağlanan hizmet ve diğer giderler satışların belirli bir yüzdesi oranında artırılmıştır.

Faaliyet Giderleri (TL)	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Pazarlama Satış Giderleri	489.134	520.731	289.829	455.444	760.593	1.185.191	1.749.515	2.331.000
<i>Artış / Azalış</i>		<i>6%</i>	<i>-44%</i>	<i>57%</i>	<i>67%</i>	<i>56%</i>	<i>48%</i>	<i>33%</i>
Pazarlama Satış Giderleri / Net Satışlar	7,9%	9,1%	5,8%	6,4%	6,6%	7,3%	7,9%	8,1%
Personel Ücret ve Giderleri	126.079	143.227	79.833	172.439	184.855	296.276	315.534	448.900
<i>Artış / Azalış</i>		<i>14%</i>	<i>-44%</i>	<i>116%</i>	<i>7%</i>	<i>60%</i>	<i>6%</i>	<i>42%</i>
Personel Sayısı	2	2	1	2	2	3	3	4
Personel Ortalama Maliyet	63.040	71.614	79.833	86.220	92.427	98.759	105.178	112.225
<i>Artış / Azalış</i>				<i>8,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,7%</i>
Personel Ücret Giderleri / Net Satışlar	2,0%	2,5%	1,6%	2,4%	1,6%	1,8%	1,4%	1,6%
Dışarıdan Sağlanan Hizmetler	292.938	290.650	165.056	212.254	460.590	646.483	992.756	1.302.992
<i>Artış / Azalış</i>		<i>-1%</i>	<i>-43%</i>	<i>29%</i>	<i>117%</i>	<i>40%</i>	<i>54%</i>	<i>31%</i>
Dışarıdan Sağlanan Hizmetler / Net Satışlar	4,8%	5,1%	3,3%	3,0%	4,0%	4,0%	4,5%	4,5%
Diğer Çeşitli Giderler	70.117	86.854	44.940	70.751	115.148	242.431	441.225	579.108
<i>Artış / Azalış</i>		<i>24%</i>	<i>-48%</i>	<i>57%</i>	<i>63%</i>	<i>111%</i>	<i>82%</i>	<i>31%</i>
Diğer Çeşitli Giderler / Net Satışlar	1,1%	1,5%	0,9%	1,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,0%
Genel Yönetim Giderleri	492.882	557.107	538.628	732.131	998.495	1.263.459	1.625.592	2.109.735
<i>Artış / Azalış</i>		<i>13%</i>	<i>-3%</i>	<i>36%</i>	<i>36%</i>	<i>27%</i>	<i>29%</i>	<i>30%</i>
Genel Yönetim Giderleri / Net Satışlar	8,0%	9,7%	10,8%	10,3%	8,7%	7,8%	7,4%	7,3%
Personel Ücret ve Giderleri	383.209	460.695	451.252	609.190	653.052	697.786	743.142	951.519
<i>Artış / Azalış</i>		<i>20%</i>	<i>-2%</i>	<i>35%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>28%</i>
Personel Ücret Giderleri / Net Satışlar	6,2%	8,0%	9,0%	8,6%	5,7%	4,3%	3,4%	3,3%
Personel Sayısı	4	4	4	5	5	5	5	6
Personel Ortalama Maliyet	95.802	115.174	112.813	121.838	130.610	139.557	148.628	158.587
<i>Artış / Azalış</i>				<i>8,0%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,7%</i>
Dışarıdan Sağlanan Hizmetler	109.673	96.412	87.376	122.940	230.295	404.052	661.837	868.662
<i>Artış / Azalış</i>		<i>-12%</i>	<i>-9%</i>	<i>41%</i>	<i>87%</i>	<i>75%</i>	<i>64%</i>	<i>31%</i>
Dışarıdan Sağlanan Hizmetler / Net Satışlar	1,8%	1,7%	1,8%	1,7%	2,0%	2,5%	3,0%	3,0%
Diğer Çeşitli Giderler	0	0	0	0	115.148	161.621	220.612	289.554
<i>Artış / Azalış</i>						<i>40%</i>	<i>37%</i>	<i>31%</i>
Diğer Çeşitli Giderler / Net Satışlar					1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Amortisman	8.840	13.776	14.661	45.000	46.500	48.000	49.500	51.000
Toplam Faaliyet Giderleri	990.856	1.091.614	843.118	1.232.575	1.805.588	2.496.650	3.424.607	4.491.735
<i>Artış / Azalış</i>		<i>10%</i>	<i>-23%</i>	<i>46%</i>	<i>46%</i>	<i>38%</i>	<i>37%</i>	<i>31%</i>
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	16,1%	19,1%	16,9%	17,4%	15,7%	15,4%	15,5%	15,5%

- Şirketin net işletme sermayesindeki değişimin, şirket tarafından öngörülen devir hızları çerçevesinde şirketin satış gelirlerine ve maliyetlerine bağlı olarak aşağıdaki şekilde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Net İşletme Sermayesi	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	4.991.268	7.075.123	11.514.762	16.162.086	22.061.248	28.955.388
Satışların Maliyeti (SMM) (-)	4.080.153	5.525.316	8.168.834	11.263.840	15.117.149	19.519.110
Ticari Alacaklar	356.168	589.594	959.564	1.346.841	1.838.437	2.412.949
Stoklar	704.124	1.227.848	1.361.472	1.877.307	2.519.525	3.253.185
Ticari Borçlar	118.986	460.443	794.192	1.095.096	1.679.683	2.168.790
Ticari Alacaklar Devir Hızı	26	30	30	30	30	30
Stok Devir Hızı	62	80	60	60	60	60
Ticari Borçlar Devir Hızı	10	30	35	35	40	40
Net İşletme Sermayesi	941.307	1.356.999	1.526.844	2.129.052	2.678.279	3.497.344
Net İşletme Sermayesindeki Değişim	324.540	-415.692	-169.845	-602.208	-549.227	-819.065

- 2012 yılında yapılması planlanan 1.000.000 TL'lik yatırım harcamasına ek olarak 2013 – 2016 yılları arasında her yıl 50.000 TL'lik idame yatırımları yapılması planlanmaktadır.

	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Yatırımlar	1.000.000	50.000	50.000	50.000	50.000

- Şirketin yıllar itibariyle amortisman tutarlarının aşağıda gösterildiği şekilde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Amortisman (TL)	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Mevcut Amortisman	46.981	52.995	45.787	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Yeni Yatırım	Tutar	Amortisman Oranı						
2012	1.000.000	10%		100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
2013	50.000	10%			5.000	5.000	5.000	5.000
2014	50.000	10%				5.000	5.000	5.000
2015	50.000	10%					5.000	5.000
2016	50.000	10%						5.000
Toplam Amortisman	46.981	52.995	45.787	150.000	155.000	160.000	165.000	170.000

- Kurumlar Vergisi oranı %20 olarak kullanılmış olup, Şirketin geçmiş yıllardaki zararları dikkate alınarak vergi hesaplaması yapılmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:

Beta	1,00
Risksiz Getiri Oranı	9,4%
Piyasa Risk Primi	6,5%
Borç Oranı	0,0%
Sermaye Oranı	100,0%
Borç Maliyeti	15,0%
Sermaye Maliyeti	15,9%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	15,9%

Sermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak T.C.M.B. tarafından gösterge olarak ilan edilen 5 Mart 2014 itfa tarihli tahvilin 17.04.2012 tarihindeki bileşik faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %6,5 oranı alınmış, toplam sermaye maliyeti %15,9 olarak belirlenmiştir.

2012 yılında Şirketin tüm kredi borçlarının Şirketin ana ortağı Verusaturk GSYO tarafından şirkete kaynak enjekte edilerek kapatıldığı ve Şirketin faiz tahakkuk ettiren herhangi bir finansal borcu bulunmadığı belirtilmiştir. Bu doğrultuda borçlanma maliyeti belirlenirken Şirketin mevcut durumdaki borçlanma oranı %0 olarak kabul edilmiş, nakit akımlarının bugüne indirgemesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak %15,9 olan sermaye maliyeti kullanılmıştır.

Tüm bu öngörüler çerçevesinde şirketin indirgenmiş nakit akımları analizine göre şirket değeri 15.415.860 TL olarak hesaplanmıştır.

	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	6.167.006	5.725.257	4.991.268	7.075.123	11.514.762	16.162.086	22.061.248	28.955.388
Satış Büyümesi	11,9%	-7,16%	-12,82%	41,75%	62,75%	40,36%	36,50%	31,25%
Satışların Maliyeti	-4.591.799	-4.792.253	-4.080.153	-5.525.316	-8.168.834	-11.263.840	-15.117.149	-19.519.110
Brüt Kar	1.575.207	933.004	911.116	1.549.807	3.345.929	4.898.247	6.944.099	9.436.278
Brüt Kar Marjı	25,54%	16,30%	18,25%	21,91%	29,06%	30,31%	31,48%	32,59%
Faaliyet Giderleri	-961.196	-1.108.837	-897.563	-1.232.575	-1.805.588	-2.496.650	-3.424.607	-4.491.735
Faaliyet Karı (FVÖK)	614.012	-175.834	73.552	317.232	1.540.341	2.401.597	3.519.492	4.944.543
Faaliyet Kar Marjı	9,96%	-3,07%	1,47%	4,48%	13,38%	14,86%	15,95%	17,08%
Vergi	0	0	-2.353	0	-76.280	-480.319	-703.898	-988.909
FVÖK (1-Vergi)	614.012	-175.834	71.199	317.232	1.464.061	1.921.277	2.815.594	3.955.635
Amortisman	46.981	52.995	45.787	150.000	155.000	160.000	165.000	170.000
FAVÖK	660.993	-122.839	119.340	467.232	1.695.341	2.561.597	3.684.492	5.114.543
FAVÖK Marjı	10,72%	-2,15%	2,39%	6,60%	14,72%	15,85%	16,70%	17,66%
Yatırım Harcamaları	-42.880	-11.674	-7.964	1.000.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Net İşletme Sermayesi	1.159.159	1.265.847	941.307	1.356.999	1.526.844	2.129.052	2.678.279	3.497.344
Net İşletme Sermayesindeki Değişim		-106.688	324.540	-415.692	-169.845	-602.208	-549.227	-819.065
Serbest Nakit Akımları			449.490	-948.460	1.399.216	1.429.069	2.381.366	3.256.570
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti				15,92%	15,92%	15,92%	15,92%	15,92%
İskonto Faktörü				0,86	0,74	0,64	0,55	0,48
İndirgenmiş Nakit Akımları				-818.202	1.041.281	917.441	1.318.842	1.555.853
Kümülatif İndirgenmiş Nakit Akımı	4.015.215							
Büyüme Oranı	2,00%							
Son Dönem Sonrası Serbest Nakit Akımı	3.321.701							
Devam Eden Şirket Değeri	11.400.645							
Toplam Nakit Akımlarının Şimdiki Değeri	15.415.860							
Net Borç	0							
Acılsan Piyasa Değeri	15.415.860							

İndirgenmiş Nakit Akımlarına göre hesaplanan piyasa değeri temel olarak;

- 1.000.000 TL'lik yatırım ile Şirketin yıllık üretim kapasitesinin 4.200 ton'dan 12.000 ton'a yükseleceği,
- Kapasite artırımına bağlı olarak Şirketin satış miktarlarının artacağı,
- Devreye girmesi planlanan yeni yatırım ile daha ucuz hammadde kullanımı ve verimlilik artışı ile satışların maliyetinde düşüş gerçekleşeceği,
- Yatırımın Şirketin özkaynakları ile gerçekleştirileceği,

varsayımlarına dayanmaktadır.

Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.

7.2. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİNE GÖRE PİYASA DEĞERİ

Piyasa Çarpanları yöntemine göre benzer nitelikteki şirketlerin çarpanları kullanılarak Şirketin piyasa değeri tespit edilmektedir.

Şirketin mevcut durumda faaliyette bulunduğu sektörde üretimini ve satışını gerçekleştirdiği ürünler açısından İMKB'de işlem gören benzer bir şirket bulunmamaktadır.

Şirketin piyasa çarpanlarına göre değer tespiti yapılırken faaliyet gösterdiği kimya sektöründeki şirketlere ait sektör şirketlerinin çarpanlarının kullanılması benimsenmiştir. Bu amaçla İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksi'nde yer alan şirketlerin çarpanlarından hareketle Acıselsan'ın piyasa değeri tespit edilmiştir.

Bununla birlikte Şirket payları İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem göreceği için, piyasa çarpanlarına göre değer tespiti yapılırken İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin çarpanlarının da farklı bir yöntem olarak kullanılması benimsenmiştir. Bu amaçla İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi çarpanlarından hareketle Acıselsan'ın piyasa değeri tespit edilmiştir.

Ayrıca Şirketin faaliyet gösterdiği CMC sektöründe yurtdışı borsalarda işlem gören ölçek olarak büyük olmakla birlikte benzer nitelikte ürün üreten şirketlerin çarpanlarından hareketle yurtdışı piyasa çarpanlarına göre de değer tespiti yapılmıştır.

Piyasa çarpanları yöntemine göre piyasa değerinin hesaplamasında;

- Fiyat / Kazanç (F/K)
 - Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
 - Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)
 - Firma Değeri / Satışlar (FD/S)
- çarpanları kullanılmıştır.

7.2.1. İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Çarpanlarına Göre:

İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksinde yer alan şirketler ve söz konusu şirketlerin F/K, PD/DD, FD/FAVÖK, FD/S çarpanları aşağıda gösterilmiştir.

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
AKSA	8,64	1,00	6,46	0,74
ALKIM	9,07	1,21	6,44	1,10
AYGAZ	6,70	1,18	9,81	0,42
BAGFS	7,92	2,47	5,37	1,49
BRISA	22,73	3,46	12,71	1,49
CBSBO	0,00	0,00	-33,23	4,25
PRTAS	0,00	8,81	-49,28	2,24
DEVA	0,00	1,34	57,28	1,66
DYOB	0,00	2,60	38,19	0,59
ECILC	13,19	0,45	10,57	0,48
EGGUB	0,00	2,19	9,82	1,56
EGPRO	32,18	2,79	16,37	1,65
EPLAS	0,00	0,00	13,64	0,68
GOODY	10,45	1,94	7,74	0,62
GUBRF	7,87	1,54	2,09	0,56
HEKTS	8,83	1,21	5,59	1,02
KARKM	23,92	1,60	27,15	2,36
MRSHL	0,00	4,72	55,21	1,72
PTOFS	0,00	1,36	11,31	0,31
PETKM	20,71	1,25	19,83	0,58
PIMAS	0,00	1,05	22,19	0,81
SASA	7,19	1,10	4,26	0,43
SODA	4,83	1,13	4,10	1,02
TRCAS	6,41	1,00	-79,63	65,70
TUPRS	7,60	2,16	4,88	0,25

Veriler 17.04.2012 itibarıyla olup, Finnet'ten alınmıştır.

İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksinde yer alan şirketlerin uç değer teşkil eden çarpanları ortalamalara dahil edilmemiştir.

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Ortalama Çarpanlar	12,14	2,03	10,40	1,02

	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar
Tahmini Şirket Verileri - 2012T	317.232	3.838.964	467.232	7.075.123

Acıselsan Piyasa Değeri	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	Ortalama
İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Çarpanlarına Göre	3.850.151	7.798.698	4.859.308	7.201.453	5.927.402

İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksinde yer alan şirketlerin çarpanları ve Acıselsan'ın 2012 yılı tahmini verilerinden hareketle piyasa değeri 5.927.402 TL olarak hesaplanmıştır.

7.2.2. İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi Çarpanlarına Göre:

İMKB II. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin verilerinden hareketle oluşturulan endeks çarpanlarından F/K ve PD/DD oranları hesaplanırken II. Ulusal Pazar'daki tüm şirketlerin verileri kullanılmıştır. Ancak FD/FAVÖK ve FD/S çarpanları hesaplanırken İMKB Mali Kuruluşlar adı altında tasnif edilen ancak II. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin verileri hesaplama dikkate alınmamıştır.

Bu doğrultuda İMKB II. Ulusal Pazar Endeksinde ait çarpanlar aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi	41,99	2,65	33,39	1,87

Veriler 17.04.2012 itibariyle olup, Finnet'ten alınmıştır.

	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar
Tahmini Şirket Verileri - 2012T	317.232	3.838.964	467.232	7.075.123

Acıselsan Piyasa Değeri	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	Ortalama
İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi Çarpanlarına Göre	13.319.862	10.166.478	15.602.588	13.236.615	13.081.386

İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi çarpanları ve Acıselsan'ın 2012 yılı tahmini verilerinden hareketle piyasa değeri 13.081.386 TL olarak hesaplanmıştır.

7.2.3. Yurtdışı Borsalarda İşlem Gören Benzer Şirketlere Göre:

Dünyada CMC sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden yurtdışı borsalarda işlem görenler tespit edilerek, söz konusu şirketlerin 2012 yılına ait tahmini çarpanları Bloomberg veri ekranından alınmış olup, Aciselsan'ın piyasa değerinin hesaplanmasında ikinci bir piyasa çarpanları yöntemi olarak kullanılmıştır.

Şirket İsmi	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
SAMSUNG FINE CHEMICALS CO	13,81	1,16	6,24	0,83
DOW CHEMICAL CO	12,66	1,75	7,27	1,00
AKZO NOBEL	13,57	1,08	6,74	0,76
ASHLAND INC	10,99	1,08	6,30	0,97
DAICEL CORP	14,74	0,87	5,09	
NIPPON PAPER GROUP INC		0,54	8,61	0,92
Ortalama	13,15	1,08	6,71	0,89

Veriler 17.04.2012 itibariyle olup, Bloomberg'ten alınmıştır.

	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Satışlar
Tahmini Şirket Verileri - 2012T	317.232	3.838.964	467.232	7.075.123

Aciselsan Piyasa Değeri	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	Ortalama
Yurtdışı Benzer Şirketlere Göre	4.173.123	4.139.424	3.134.395	6.329.104	4.444.011

Yurtdışı borsalarda işlem gören CMC sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin 2012 yılsonu tahmini çarpanları ve Aciselsan'ın 2012 yılsonu tahmini verilerinden hareketle piyasa değeri 4.444.011 TL olarak hesaplanmıştır.

7.2.4. Piyasa Çarpanlarına Göre Nihai Değer:

(TL)	İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Çarpanlarına Göre	İMKB II. Ulusal Pazar Endeksinde Göre	Yurtdışı Benzer Şirketlere Göre
Ağırlıklandırma	50%	50%	0%
Hesaplanan Piyasa Değeri	5.927.402	13.081.386	4.444.011
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	2.963.701	6.540.693	0
Aciselsan Ortalama Piyasa Değeri			9.504.394

Şirketin faaliyet gösterdiği CMC sektöründe yurtdışı borsalarda işlem gören şirketler Aciselsan ile benzer nitelikte ürün üretmelerine karşın, global çapta şirketler olduğu için ürün portföyü ve satış hacimleri açısından Aciselsan ile karşılaştırılamayacak büyüklükte dirler.

Yurtdışı benzer şirketlerin çarpanlarına göre Aciselsan için piyasa değeri hesaplanmış ancak, şirketin söz konusu şirketlerle karşılaştırılamayacak ölçüde küçük olması ve yurtdışı benzer şirket çarpanlarının şirketin büyüme potansiyelini yansıtmaması sebebiyle piyasa çarpanlarına göre ortalama değer hesaplanırken bu yöntem dikkate alınmamıştır.

Aciselsan'ın 2012 yılı tahmini verilerinden hareketle İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksi'nde yer alan şirketlerin çarpanlarına ve İMKB II. Ulusal Pazar Endeksi çarpanlarına göre hesaplanan benzer şirket değerleri eşit oranda ağırlıklandırılarak Aciselsan'ın ortalama piyasa değeri 9.504.394 TL olarak hesaplanmıştır.

Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

8. SONUÇ

(TL)	İndirgenmiş Nakit Akımları	Piyasa Çarpanları
Ağırlıklandırma	60%	40%
Hesaplanan Piyasa Değeri	15.415.860	9.504.394
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	9.249.516	3.801.758
Aciselsan Ortalama Piyasa Değeri		13.051.274
Çıkarılmış Sermaye		602.000
Hesaplanan Hisse Başına Pay Değeri		21,68

Şirketin gerçekleştireceği yeni yatırımın şirketin kar marjlarını olumlu yönde etkileme potansiyeli ve İMKB'de işlem gören Aciselsan'ın birebir benzeri bir şirketin bulunmaması sebebiyle İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %60, Piyasa Çarpanları analizine %40 ağırlık verilmiştir.

Aciselsan'ın nihai piyasa değeri bu doğrultuda 13.051.274 TL olarak hesaplanmış olup, hisse başına pay değeri 21,68 TL'ye denk gelmektedir.