

ACISELSAN SELÜLOZ SAN. VE TİC.

ANONİM ŞİRKETİ

DEĞERLEME RAPORU

İstanbul, 19 Nisan 2012

İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ	3
1.1. Konu ve Amaç	3
1.2. Eti Yatırım'ın Beyanı	3
1.3. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar	3
1.4. Değerlemede Yararlanılan Bilgi Kaynakları	4
II. ŞİRKETİN TANITIMI	5
2.1. Şirketin Tanıtımı ve Faaliyetleri	5
III. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	9
IV. ŞİRKET DEĞERLEMESİ	13
4.1. Değerleme Kavramları	13
4.1.1. Değerlemenin Yürürlük Tarihi	13
4.1.2. Değer Tanımı	13
4.1.3. Hak Sahipleri	13
4.1.4. Değerlemenin Amacı ve Kullanımı	13
4.1.5. Etkin Değerleme Tarihi	13
4.1.6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	14
4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)	14
4.2.1. Tanım	14
4.2.2. İskonto Oranı	15
4.2.3. İNA'ya Göre Şirket Değeri	15
4.2.4. Varsayımlar ve Kabuller	16
4.3. Emsal Karşılaştırma	20
4.3.1. Tanım	20
4.3.2. IMKB Çarpanlarına Göre Karşılaştırma	20
4.4. Şirket Değeri	23
4.4.1. Şirketin Toplam Değeri	23

1. GİRİŞ

1.1. Konu ve Amaç

Eti Yatırım A.Ş. tarafından düzenlenen bu "Şirket Değerleme Raporu" (Kısaca "Rapor"); kimyasal adıyla sodyum karboksimetil selüloz (CMC) diye adlandırılan nitelik olarak yapıştırıcı, koyulaştırıcı özelliğe sahip olan selüloz imal ve satışı ile iştigal eden **ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**'nin (Kısaca, "Aciselsan" veya "Şirket") sermayesini oluşturan hisselerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) 29.12.2011 tarihinde yayınlanan 383 sayılı "Halka Açık Şirketlerin Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Borsada İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi" çerçevesinde 18 Nisan 2012 tarihi itibarıyla ("değerleme tarihi") **Pazar Değeri** hakkında görüş vermek amacıyla düzenlenmiştir.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDES), "Pazar Değeri"ni şöyle tanımlamaktadır:

Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirilerek el değiştirmesi gereken tahmini tutardır. (UDES 1, paragraf 3.1.)

Aciselsan'ın özkaynak değeri, Şirket'in halka açılmasına yönelik değer tespiti amacıyla, finansal tablolar ve destekleyici belgeler esas alınarak, Uluslararası Değerleme Standartları (UDES)'e uygun olarak tahmin edilmiştir.

1.2. Eti Yatırım'ın Beyanı

Eti Yatırım A.Ş., Uluslararası Değerleme Standartları (UDES) Davranış Kuralları'nın ahlaki ve mesleki gereklerine uygunluk çerçevesinde aşağıdaki hususları beyan eder:

- Bu Rapor'da sunulan bulgular değerlemeyi yapan Eti Yatırım uzmanlarının sahip oldukları bilgilerle sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Analizler ve sonuçlar yalnızca Rapor'da belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlıdır.
- Değerleme uzmanlarının ve Eti Yatırım'ın değerlendirme konusunu oluşturan şirketle herhangi bir ilgisi yoktur.
- Eti Yatırım'ın bu değerlemeye ait ücreti Rapor'un herhangi bir bölümüne veya değerlemenin sonucuna bağlı değildir.
- Değerleme ahlaki kural ve performans standartlarına göre gerçekleştirilmiştir.
- Eti Yatırım değerlendirme uzmanları, mesleki eğitim şartlarına haizdir.
- Değerleme uzmanlarının değerlemesi yapılan mülkün yeri (Türkiye) ve türü (şirket) konusunda önceden deneyimi vardır.
- Değerleme uzmanları veya Eti Yatırım değerlemeye konu mülkü kişisel olarak denetlememiştir.
- Raporda belirtilenlerin dışında hiç kimse bu Raporun hazırlanmasında mesleki bir yardımda bulunmamıştır.

1.3. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

Bu değerlendirme raporu aşağıda belirtilen genel varsayımlara ve sınırlayıcı koşullara tabidir:

- Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir.
- Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılması uygun değildir.
- Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan ve bu değerlemenin tümü ya da bir bölümüne esas teşkil eden bilgilerin güvenilir olduğu varsayılmış ve Rapor'da belirtilenlerin dışında doğruluğu denetlenmemiştir.
- Duran varlık ve çeşitli aktiflerin yasal durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer yasal konularda herhangi bir inceleme yürütülmemiştir. Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu varsayılmaktadır.
- Eti Yatırım veya bu Rapor'u imzalamış ya da Rapor'la ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu Rapor'la ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya tanıklık yapmaları istenemez.
- Çalışmamız, hisse değeri, projeksiyonların gerçekleştirilebilirlikleri veya bu projeksiyonlara temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle, olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, projeksiyonlarda öngörülen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabilmektedir.
- Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemekte ve rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla Rapor'un revize edilmesi konusunda bir yükümlülük bulunmamaktadır.
- Bu Rapor'daki değer hesaplamalarına temel teşkil eden tüm lisans, kullanım hakkı, onay belgesi veya bir kamu ya da özel kurumdan alınan yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.
- Aksi belirtilmedikçe Şirket'i ilgilendiren tüm yasalara ve ilgili mevzuata tam uygunluk varsayılmaktadır.
- Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Değerleme sonucu oluşan değer, değerleme tarihindeki finansal yapıya dayandırılmıştır. Ayrıca, Şirket için tarafımızdan özel bir mali durum tespit çalışması yapılmamıştır.
- Raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Eti Yatırım veya çalışanları sorumlu tutulamaz.
- Eti Yatırım'ın yazılı onayı olmaksızın, bu rapor herhangi bir şekilde tamamen veya kısmen yayınlanamaz, raporun veya raporda yer alan değerleme rakamlarının veya Eti Yatırım ve değerleme uzmanlarının unvan ve adları ya da mesleki nitelikleri referans verilemez.

1.4. Değerlemede Yararlanılan Bilgi Kaynakları

Bu Rapor'un hazırlanması esnasında, çalışmalarımız aşağıda belirtilen hususları içerecek şekilde sürdürülmüştür:

- Şirketin ortak, yönetici ve çalışanlarından Yönetim Kurulu Başkanı Reha ÇIRAK, Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı Mustafa ÜNAL ile yapılan görüşmeler,
- Şirketin 2009, 2010 ve 2011 yıllarına ait bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları,
- Sektöre ilişkin şirket yetkililerinden ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın hazırlamış olduğu Haziran 2011 tarihli "Acıselsan Acıpayan Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Tanıtım Dokümanı"ndan elde edilen bilgiler, genel istatistikler vb.

2. ŞİRKETİN TANITIMI

2.1. Şirketin Tanıtımı ve Faaliyetleri

Acıselsan Acıpayam Selüloz San. ve Tic. A.Ş. 06.04.1973 yılında 1.500.000 TL (TL'den 6 sıfır atılmadan önceki haliyle) sermaye ile kurulmuş olup, kimyasal adıyla sodyum karboksimetil selüloz (CMC) diye adlandırılan, nitelik olarak yapıştırıcı, koyulaştırıcı özelliğe sahip olan selüloz imal ve satışı ile iştigal etmektedir. Şirket kuruluş yıllarındaki döviz dar boğazı nedeniyle yatırımını 1978 yılında tamamlayabilmiş, aynı sebeplerle kısıtlı bir üretime 1980 yılında başlayabilmiştir. Yatırım ve işletmeye alma dönemlerinde sermaye yetersizliğini gidermek amacıyla 1998 yılında Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.'ne dönüşen DESİYAB ve T. Vakıflar Bankası'ndan kredi almıştır. Yatırım döneminin uzaması ve tesisin ilk işletme yıllarında çok düşük kapasitede çalışması nedeniyle bu kredilerin geri ödemeleri yapılamamıştır. Daha sonra bu krediler şirket sermayesine mahsup edilerek, bankaların ortaklık payı haline dönüştürülmüştür.

29 Mart 2012 tarihindeki Genel Kurul toplantısına ait Hazirun Cetveli'ne göre şirketin halen 3.791 ortağı mevcut olup, bu nedenle Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11. maddesi uyarınca halka açık anonim şirketi statüsünde bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.1984 tarih ve 97 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçen şirketin kayıtlı sermaye tavanı 30.03.2007 tarihinde yapılan genel kurulda 3 milyon TL'ye yükseltilmiştir. Şirket, 29.03.2012 tarihinde yaptığı Olağan Genel Kurul Toplantısı sonrasında kayıtlı sermaye tavanını 12 milyon TL'ye çıkartmıştır. Şirketin 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 ÖYK kararıyla 18 ayda özelleştirilmek üzere özelleştirme kapsam ve programına alınarak Özelleştirme İdaresi Başkanlığına devredilmiştir.

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 16.04.2010 tarih ve 2010/21 sayılı kararıyla özelleştirme kapsam ve programına alınan şirketin sermayesinde bulunan %76,83 oranındaki İdare hissesi yapılan ihale sonrasında 19.12.2011 tarihli Özelleştirme Yüksek Kurulu kararı doğrultusunda en yüksek teklifi veren Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ye (VERUSATURK) satılmıştır.

Söz konusu satışa ilişkin 24.01.2012 tarihli hisse devir sözleşmesi imzalanmış ve Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sermayesinde bulunan %76,83 oranındaki hisse 1.970.000 ABD Doları karşılığında VERUSATURK'e devir olunmuştur.

Şirketin ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

	31.12.2011		08.03.2012 Tarihli Olağan Genel Kurul'a Göre		16.04.2012 Tarihli Son Durum	
	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)
T.C Başbakanlık Özelleştirme İdaresi Başkanlığı	76,83	462.519,26	-	-	-	-
Vakıflar Bankası T.A.O Memur ve Hizm. Emekli ve Yardım Sandığı Vakfı	19,67	118.398,60	-	-	-	-
T. Kalkınma Bankası Personel Yard. Ek Sosyal Güvenlik Vakfı	1,50	9.054,03	1,50	9.054,03	-	-
Verusaturk GSYO A.Ş.	-	-	92,00	553.840,03	92,00	553.840,03
Reha Çırak	-	-	0,07	405,83	1,57	9.459,86
Ünsal Ban	-	-	0,05	320,00	0,05	320,00
Mustafa Ünal	-	-	0,00	1,00	0,00	1,00
Barkan Bayboğan	-	-	0,00	1,00	0,00	1,00
Zeki Aksoy	-	-	0,06	350,00	0,06	350,00
Diğer (3784 Gerçek Kişi)	-	12.028,11	6,32	38.028,14	6,32	38.028,14
Toplam	100,00	602.000	100,00	602.000	100,00	602.000

Şirket 2011 yılında 1,617 ton satış gerçekleştirerek 4,9 milyon TL satış hasılatı elde etmiştir. Şirketin 2011 yılı satışlarının %60 oranında 3 milyon TL'si dış piyasaya ve %40 oranında 1,9 milyon TL'si iç piyasaya gerçekleştirilmiştir.

Üretim Faaliyeti

Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş., Denizli ili Acıpayam ilçesinde 210.848 m² yüzölçümlü arazisi üzerinde 8.843 m²'lik kapalı alanda faaliyetini sürdürmektedir. Tesis Denizli-Antalya karayoluna 700 m, Acıpayam ilçe merkezine 2,5 km, Denizli İl merkezine 55 km. mesafededir. 3.000 ton/yıl teknik CMC (karboksimetil selüloz) ve 300 ton/yıl saf CMC üretim kapasitesine sahip olan fabrika, 2008 yılında devreye giren yeni kurutma hattı ile üretim kapasitesini 4.200 ton/yıla çıkarmıştır.

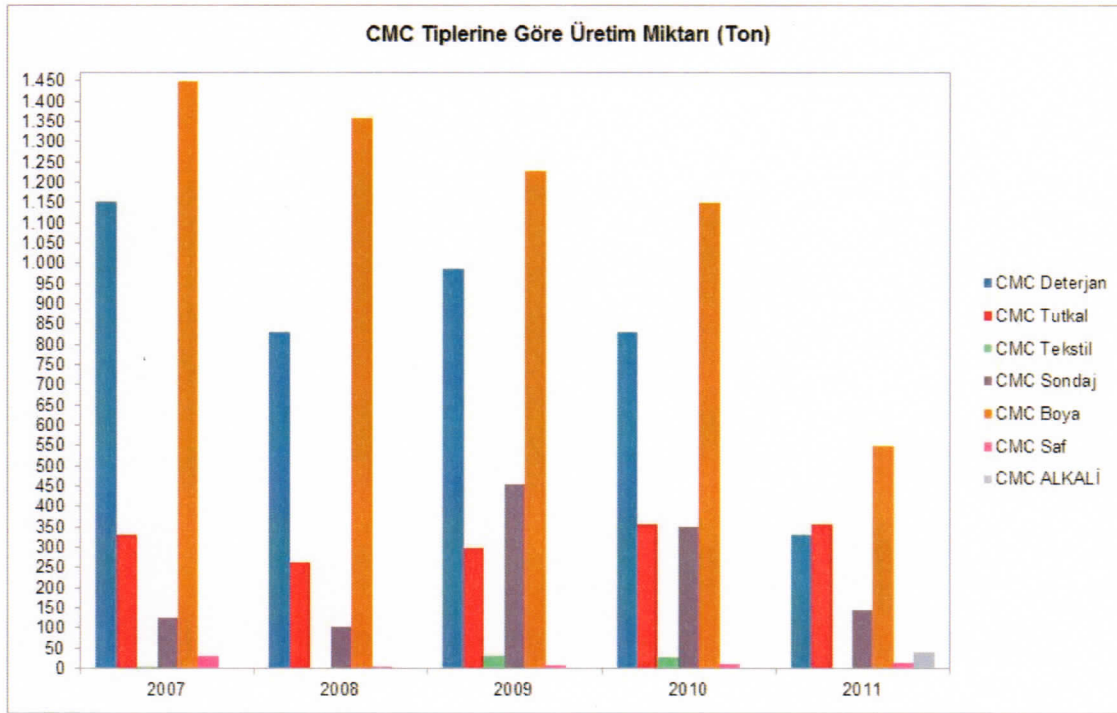
Acıselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. Sodyum Karboksimetilselüloz (Na CMC) üretmektedir. Sodyum Karboksimetilselülozu üretmek için ana hammadde olarak selüloz, sodyummonoklorasetat (SMCA), monoklorasetikasit (MCA) ve sodyumhidroksit kullanılmaktadır. Selüloz, SMCA ve MCA yurtdışından temin edilmekte, sodyum hidroksit ve diğer yardımcı malzemeler yurt içinden temin edilmektedir. Bu maddelerin reaksiyonu sonucu kısa adı CMC olan ürün elde edilmektedir. CMC emülsiyonları stabilize etmesi, sulu ortamda katılan süspansiyon halinde tutması, nem oranını dengede tutması, çözelti viskozitesini ayarlaması, film yapma, bağlayıcılık, yapıştırma gibi özellikleri sayesinde deterjan ve boya sanayinde, sondaj işlemlerinde, duvar kağıdı yapıştırılmasında yardımcı madde, tekstilde haşıl maddesi, gıda, ilaç ve kozmetik sanayinde yardımcı madde olarak kullanılmakta olup, herhangi bir madde için ana hammadde değildir.

Müşterilerin saf CMC talepleri, şirketin üretim maliyetlerinin yüksekliği nedeniyle diğer firmalardan alınan yarı mamul CMC'nin kalite kontrol işleminden geçirildikten sonra harmanlanarak viskozitesinin ayarlanması ve ambalajlanması suretiyle karşılanmaktadır. Şirket 2009 yılında aldığı 9 ton yarı mamul saf CMC'yi mamul hale getirerek pazarlamıştır.

Şirketin üretim miktarları ve bunlara bağlı olarak kapasite kullanım oranları yıllar içerisinde değişiklik göstermiştir. 2000 yılında %83 iken 2001, 2002 ve 2003 yılında %100 seviyesini aşmış olmasına rağmen 2004 ve 2005 yılları arasında düşüş göstermiştir. 2006 ve 2007 yılları arasında tekrar %100 seviyesine ulaşmıştır. Son üç yılda ise %70 seviyesindedir. 2011 yılında %34 seviyesine düşmüştür.

	Ölçü	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Üretim kapasitesi	Ton	3.000	3.000	4.200	4.200	4.200	4.200
Toplam üretim miktarı	Ton	2.988	3.095	2.559	3.008	2.745	1.442
Kapasite Kullanım Oranı	%	100	103	71	71	65	34
Toplam satış miktarı	Ton	3.013	2.996	2.659	2.860	2.732	1.617
-Yurtiçi satış miktarı	Ton	515	410	392	860	624	487
-Yurtdışı satış miktarı	Ton	2.498	2.586	2.267	2.000	2.107	1.130
İhracat Oranı	%	83%	86%	85%	70%	77%	70%

Yukarıdaki tabloda da yer aldığı üzere şirketin 2008 yılında üretim kapasitesi 3.000 tondan 4.200 tona çıkartılmıştır. Şirket 2011 yılında 330 ton deterjan, 358 ton tutkal, 144 ton sondaj, 551 ton boya ve 14 ton saf, 40 ton alkali ve 4 ton MCA olmak üzere toplam 1.442 ton CMC üretimi gerçekleştirmiştir. Şirket talebe bağlı olarak boya ve deterjan tipi CMC üretiminde yoğunlaşmıştır. Ayrıca, ürün çeşitlendirme çalışmaları çerçevesinde deneme amaçlı olarak başladığı 20-25 kg'lık bidon ve 250 gr'lık kutu ambalajlarda tutkal üretimini sürdürmektedir.



Şirketin ilk madde ve malzeme giderleri ürün çeşitlerine göre farklılık göstermektedir. Ürün tiplerine göre ilk madde ve malzeme giderlerinde meydana gelen değişiklikler, daha çok müşterilerinin talep ettikleri özellikler nedeniyle farklı ilk madde kullanımından ileri gelmektedir. Selülozun kalitesi, tekstil atığı, nişasta ve bazı katkı maddelerinin kullanımı gibi faktörler ilk madde giderlerinde değişikliğe neden olmaktadır. Üretim giderleri içinde en önemli paya sahip olan selülozun yurtdışından ABD doları kuruyla temin edilmesi nedeniyle ilk madde giderleri ve birim maliyetler kur değişikliklerinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Şirket ilk maddelerden MCA'yı bayi aracılığıyla Çin ve Hindistan'dan; selülozu ise Güney Afrika ve Kanada'dan İzmir teslimi şeklinde temin etmektedir.

CMC üretimi için gereken hammaddeler selüloz (pamuk linterleri ve odun selülozu), alkali çözeltisi (NaOH) ve monoklorasetik asit veya sodyum monoklorasetattır. Monoklorasetik asit (MCA) ve onun sodyum tuzu (SMCA) ile alkali selülozu reaksiyonu sonucunda elde edilen CMC (sodyum karboksimetilselüloz), suyun akışkanlığını azaltması, sulu ortamda katıları süspansiyon halinde tutması, yağ, gres ve organik çözücülere mukavim bir film meydana getirmesi gibi özellikleri ile geniş bir kullanım alanına sahiptir.

Şirketin 2007 yılında bu yana üretiminde kullandığı ana girdi miktarlarına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Tüketim Türü	Ölçü	2007	2008	2009	2010	2011
Selüloz	Ton	924	742	943	811	455
Tekstil Atığı, hurda peçete	Ton	231	159	243	19	102
Monoklarasetik asit (MCA)	Ton	897	745	938	789	465
Nişasta	Ton	294	233	152	1	-
Soda	Ton	482	389	512	455	265
Sodyum Hidroksit	Ton	1.099	828	1.182	1.085	575
Sodyum Sülfat	Ton	-	94	145	165	46
LNG	Ton	184	140	188	157	100
Elektrik	Bin Kwh	1.352	1.136	1.438	1.289	918

Birim sınai maliyet içinde, ilk madde ve malzeme giderleri önemli ağırlığa sahiptir. Maliyet unsurları birim sınai maliyet içindeki payları, tekstil, tutkal, sondaj ve boya için üretilen teknik CMC'lerde birbirine yakındır. Deterjan tipi CMC'de genellikle tekstil atığı ve nişasta gibi ucuz hammadde kullanımı birim maliyetler içinde ilk madde giderlerini azaltırken, sondaj tipi CMC'de yalnızca selüloz kullanıldığı için ilk madde gideri yüksek olmuştur. Saf CMC birim sınai maliyeti içinde ilk madde giderlerinin ağırlığı yarı mamul olarak satın alınan CMC'nin fiyatına bağlı olarak değişmektedir.

Üretim Giderleri	2009		2010		2011	
	bin TL	%	bin TL	%	bin TL	%
İlk Madde ve Malzeme	3.390	62	3.373	70	2.509	66
İşçilik	771	14	836	17	658	17
Genel Üretim Giderleri	678	12	637	13	625	16

2011 yılında maliyet giderlerinin %66'si ilk madde ve malzeme, %17'si işçilik ve %16'sı genel üretim giderlerinden meydana gelmiştir. 2010 yılına göre, ilk madde ve malzeme giderlerinin %25, işçilik giderlerinin %21, genel üretim giderlerinin %2 oranında azalması, toplam maliyeti %22 oranında azaltmıştır.

4.200 ton/yıl üretim kapasitesine sahip olan şirket, 2009 yılında 2.860 ton satış yaparak 6.167.005,76 TL, 2010 yılında 2.732 ton satış yaparak 5.725.256,62 TL, 2011 yılında 1.617 ton satış gerçekleştirerek 4.991.268,24 net satış geliri elde etmiştir. Satış miktarlarındaki düşüşün nedeni olarak, 2009 yılında başlayan global kriz ile hammadde olarak kullanılan kimyasallarda %250'ye varan artışların yaşanmasına karşın, bu artışların gerekli ölçüde satış fiyatlarına yansıtılamamış olması gösterilebilir. Sipariş üzerine üretim yapan şirket hammadde fiyatlarının günümüzde yeniden 2009 yılı seviyelerine düşmeye başlamasından dolayı kapasite kullanım oranını artıracak beklenmektedir.

Şirket, yurtiçi satışlarda sevkiyatı siparişin miktarına göre kargo, ambar veya komple kamyon ile gerçekleştirmektedir. Bu satışlardan bayilere yapılan sevkiyatların nakliye bedelleri firma tarafından karşılanırken, diğer küçük müşterilere yapılan satışların nakliyesi müşteriler tarafından ödenmektedir. Sanayi tüketicilerine yapılan satışların nakliyesi anlaşma şartlarına göre firma veya müşteri tarafından ödenmektedir. Yurtdışı satışların sevkiyatları gemi, TIR veya tren yolu ile gerçekleştirilmektedir. TIR ile gerçekleştirilen sevkiyatlar EXW, DDU veya CPT; gemi ile gerçekleştirilen sevkiyatlar FOB, CFR veya CIF; tren yolu ile gerçekleştirilen sevkiyatlar ise CIF olarak yapılmaktadır.

Satış maliyetine tutarına göre, Şirketin yurtiçi satışlarının karlılık oranı yurtiçi satış fiyatlarının düşürülmesi nedeniyle 2010 yılında %15 iken 2011 yılında %21'e yükselmiştir. Yurtdışı satışlarda ise 2010 yılında zararlılık oranı %8 iken satış fiyatları yanında döviz kurlarındaki değişimler nedeniyle 2011 yılında satışların maliyetine göre %10 oranında karlılık sağlanmıştır. Yurtiçine yapılan sondaj tipi teknik CMC satışları ile ihracat kaydı ile yapılan deterjan tipi teknik CMC satışlarından meydana gelirken, diğer ürün türleri satışlarından faaliyet karı elde edilmiştir.

Satış Tutarları (TL)	2009	2010	2011
CMC Deterjan	1.527.000	1.272.733	648.480
Yurtiçi	130.000	197.902	16.134
Yurtdışı	1.397.000	1.074.831	632.346
CMC Tutkal	820.000	1.046.355	1.510.505
Yurtiçi	781.000	1.029.616	1.510.505
Yurtdışı	39.000	16.739	0
CMC Tekstil	111.000	107.501	41.430
Yurtiçi	111.000	105.355	41.430
Yurtdışı	0	2.147	0
CMC Sondaj	933.000	728.084	477.769
Yurtiçi	864.000	128.213	187.585
Yurtdışı	69.000	599.870	290.183
CMC Boya	2.732.000	2.479.985	2.053.792
Yurtiçi	91.000	127.155	94.581
Yurtdışı	2.641.000	2.352.830	1.959.211
CMC Saf	27.000	52.015	140.693
Alkali	0	32.963	78.311
Asel Smca	0	3.395	11.920
Diğer	17.000	2.266	28.369
Toplam	6.167.000	5.725.297	4.991.268

3. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

CMC (Carboxymethyl Cellulose) SEKTÖRÜ

CMC Tanımı

Sodyum karboksimetil selüloz (CMC) farklı uygulamalar için değişik tiplerde üretilen pek çok çeşide sahip bir üründür. 1940'lı yıllarda ticari olarak üretilmeye başlanmış ve bugüne kadar kullanım alanı ve kullanım miktarı sürekli artmıştır. Türkiye'de ilk defa 70'li yıllarda kullanılmış olup, kullanımı devamlı artmıştır. Literatürde selüloz glukolat olarak adı geçen "Sodium Carboxy Methyl Cellulose" günümüzde genellikle CMC olarak tanınmakta ve bu terim, ticari değeri çok az olan serbest asit " Carboxy Methyl Cellulose" yerine onun "Sodium" tuzu anlamında kullanılmaktadır. Kimyasal modifikasyonlara uğratılmış bir selüloz türevidir.

CMC'nin Kullanıldığı Sektörler

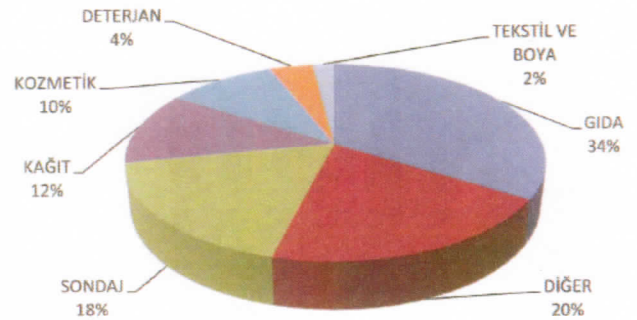
Bilindiği üzere CMC suda çözülebilen bir selüloz türevidir. CMC emülsiyonları stabilize etmesi, sulu ortamda katılan süspansiyon halinde tutması, nem oranı dengede tutması, çözelti viskozitesini ayarlaması, yağ, gres ve organik çözücülere dayanıklı film meydana getirmesi gibi özellikleri ve sıcak ve soğuk suda çözünmesi, vücuda zararsız olması ve doğal olması sayesinde pek çok endüstride kullanım alanı bulunmuştur. Ticari değerini artıran bu ilginç ve değişik özellikleri sayesinde CMC son ürünün performans ve kalitesini artırır. Bu özellikleri çerçevesinde CMC'nin bazı önemli kullanım alanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Toz/ Krem Deterjan Sanayi,	Tekstil Sanayi,
Tutkal İmalatı,	Kağıt ve Karton Sanayi,
Sondaj Sanayi,	Boya Sanayi
Gıda Sanayi,	Eczacılık ve Kozmetik Sanayi,

DÜNYA CMC SEKTÖRÜ

CMC suda çözülebilen selüloz türevleri içerisinde en çok kullanılanıdır. Selülozun etkisi ilk defa 1. Dünya Savaşında bulunmuştur. CMC'nin deterjanlarda temizleme gücünü artırdığının anlaşılması ve 2. Dünya Savaşında yağ asitlerinin yetersizliği, CMC üretiminin giderek artmasına ve yaygınlaşmasına neden olmuştur.

2008 yılı araştırmasına göre ise CMC'nin % 34'ü gıda ve içecek sektöründe, % 4'ü deterjan sektöründe, % 18'i sondaj sanayinde, % 12'si kağıt sanayinde, % 10'u kozmetik ve eczacılık sektöründe, % 2 oranında tekstil sektöründe, % 20 oranında tutkal ve boya sanayinde kullanılmaktadır.



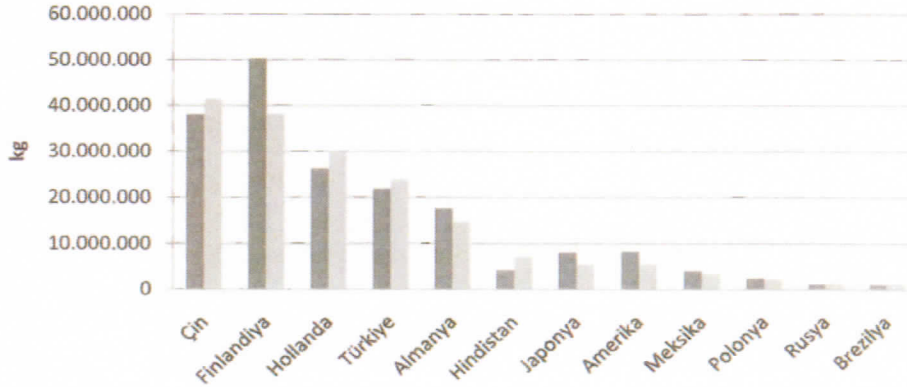
Gıda sanayinde yeni gıda ürünlerinin katılımı ile CMC kullanımının % 3 oranında, sondaj sanayinde % 1, kişisel bakım ürünlerinde %2 oranda artacağı; deterjan sanayindeki kullanımın ise son yıllardaki teknolojik değişimlere bağlı olarak % 1 oranında düşeceği tahmin edilmektedir. CMC'nin sondaj sanayindeki kullanımı belirli sıcaklıklarda etki göstermektedir. Yüksek sıcaklıklarda etkisini yitirmektedir. Son zamanlarda sondaj çalışmaları için daha derinlere inilmesi ve yüksek sıcaklıklarda etkili olan alternatif diğer maddelerin kullanımına olanak vermektedir. Tekstil sanayindeki kullanımı da azalacaktır.

Amerika'nın CMC talebi 2006 yılında talep 36,700 ton, 2007 yılında ise 37.000 ton iken bunun 2006 yılında 26,500 ton, 2007 yılında 29,200 tonluk kısmı ithalatla sağlanmıştır.

Hâlihazır sektörde başlıca firmalar Dow Wolf Chemical (Amerika), Hercules-Aqualon (Amerika) ve CP Kelco APS (Amerika), Akzo Nobel (Hollanda), Lamberti SPA (İtalya), Daicell Chemical (Japonya) olarak sıralanabilir.

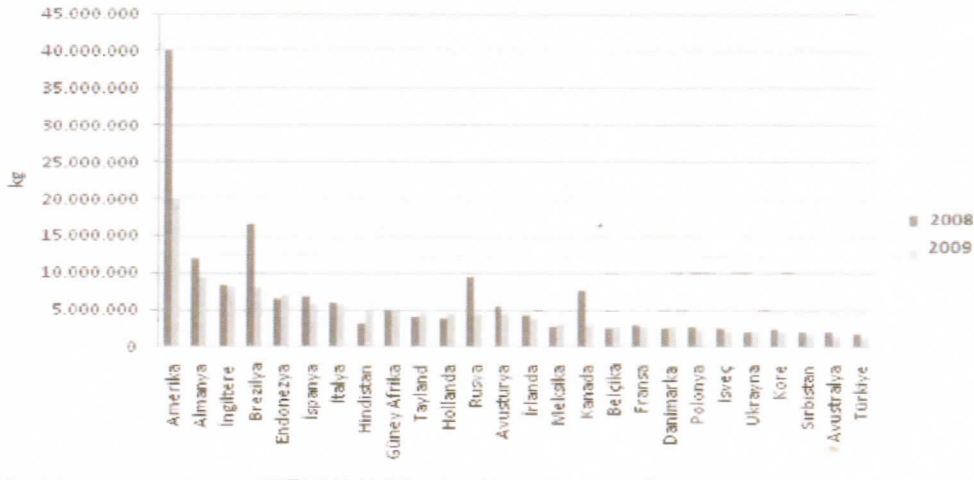
2008-2009 yılları ithalat-ihracat verilerine göre ihracatta Türkiye'nin Finlandiya, Çin ve Hollanda'dan sonra 4. Sırada yer aldığı görülmektedir. İthalatta ise sırasıyla Amerika, Almanya ve İngiltere'nin ilk sıralarda yer aldığı görülmektedir.

2008-2009 İHRACAT VERİLERİ



İthalatta ise sırasıyla Amerika, Almanya ve İngiltere'nin ilk sıralarda yer aldığı görülmektedir.

2008-2009 İTHALAT VERİLERİ



Dünyadaki CMC üretim miktarı ortalama her yıl yaklaşık % 2 oranında artış göstermiş olup, Asya Pasifik, Ortadoğu ve Doğu Avrupa ülkelerinde artış oranı diğer bölgelere göre daha hızlı olacağı tahmin edilmektedir. Son dönemlerde Çin'in atılımı ile Asya kıtasının pastada payı büyümektedir. Gıda sanayindeki kullanımının artacağı, tekstil sektöründe ise kullanımının azalacağı tahmin edilmektedir. Sondaj, deterjan ve tekstil sektöründeki talep artışının azalmasına bağlı olarak pazarın genişlemesinin yavaşlayacağı öngörülmektedir.

TÜRKİYE CMC SEKTÖRÜ

CMC Sektörünün Tarihsel Gelişimi

1973 yılında Şereflikoçhisar'da Tuz Gölü kenarında kurulan ilk CMC fabrikası EKSTAŞ, bütünüyle yerli mühendislik, know-how ve işçilikle gerçekleştirilmiştir. EKSTAŞ %90'ı işçi, %10'u bölge esnafı olmak üzere toplam 3000 ortağı ile geniş bir tabana oturmuştur. Fabrikada yerli yapım makineler kullanılmış ve kurulu

malİYeti azaltılmıştır. Üretimde de yerli girdiler kullanılmasına özen gösterilmiştir. Daha sonra ortakları ayrılıp yine yerli mühendislikle 1977 yılında Patİsan'ı kurmuşlardır.

Seklim A.Ş. 1973 yılında 500'e yakın ortağıyla Aydın ili Nazilli ilçesinde 20.000 m2 açık alan üzerine kurulmuştur. Yıllık üretim kapasitesi yaklaşık 7.500 ton CMC'dir. Çerkezköy'de bulunan Mertkim Kimya Firması yakın zamana kadar faaliyet göstermiş ancak üretimini durdurmuştur. Uğur selüloz Kimya Sanayi A.Ş. firması da 2001 yılında Aydın Umurlu Organize Sanayi Bölgesi'nde kurularak faaliyet göstermeye başlamıştır. 30'u aşkın ülkeye ihracat yapmaktadır. Denkim Kimya 1995 yılında kurulmuştur. 2006 yılında Denizli Akkale mevkiinde kurulan ancak pazarda kalmayı başaramayan Herkon Kimya Firması ise kısa sürede kapanmıştır.

Aciselsan Acıpayam Selüloz Sanayi ve Ticaret A.Ş. ise 1973 yılında 3710 ortak ile kurulmuştur. Makina Parkı Alman malı olup, Wolf walsrode firmasından Know-how satın alınmış, tesis ise Alarko firması tarafından anahtar teslimi şeklinde yapılmıştır.

Seka'dan sonra Türkiye'de selüloz üretimi kalmamıştır. Mevcutta üretim yapılan selülozun kalitesi de CMC için yeterli kalitede değildir. Çin, Kuzey Avrupa ve Amerika'da ise hem selüloz üretilmekte, hem de CMC üretimi yapıldığından bu bölgeler CMC üretiminde daha avantajlıdır.

CMC Sektörüne İlişkin Veriler

Türkiye'de üretim kapasitesi toplam 45.000 ton üzerinde iken bunun ancak 10.000 tonu yurt içinde tüketilebilmektedir. Yurt dışı pazarlara çıkıldığında ise dünya genelinde arzın talepten daha fazla olduğu bilinmektedir.

Türkiye'de selülozun tamamı ithal edilmektedir. Türkiye'ye selüloz genelde İskandinav ülkeleri, ABD ve Kanada, Brezilya, Şili ve Güney Afrika'dan tedarik edilmektedir. Son dönemde merkezi selüloz fabrikalarının olduğu bölge olan Şili'deki deprem sebebiyle ve Çin'in yaptığı toplu alımlar nedeniyle piyasada selüloz bulmak zorlaşmış ve bu da fiyatlarda artışa sebep olmuştur.

Sektörde Faaliyet Gösteren Diğer Firmalar

Türkiye'de Aciselsan A.Ş. ile birlikte 5 firma Sodyum Karboksimetil Selüloz (CMC) üretimi yapmaktadır. Diğer firmalar özel sektöre aittir. Bu firmalardan Patİsan İstanbul'da, Denkim Denizli'de Seklim ve Uğur Selüloz ise Aydın'da faaliyet göstermektedir.

Firma Adı	Kuruluş Tarihi	Marka	Kapasite (ton)
ACISELSAN	1973	ASEL	4.200
DENKİM	1995	DENCELL	14.500
SELKİM	1973	---	7.500
UĞURCELL	2000	USK	13.000
PATİSAN	1977	CELLFIX	6.000
TOPLAM			45.200

İthalat-İhracat Verileri

İthalat Verileri

Müşteri tarafından talep edilen spesifikasyonların sağlanmaması veya üretim kapasitesinin mevcut siparişleri karşılayamaması durumunda üretilen malzemenin ithalatı gündeme gelmektedir. İthal edilen ürünler daha çok saf tiptedir. Türkiye'nin 2005 – 2009 yılları arası ithalat miktarı aşağıdaki tablodadır.

2005-2009 Yılları Arası CMC İthalat Miktarı

Müşteri tarafından talep edilen spesifikasyonların sağlanmaması veya üretim kapasitesinin mevcut siparişleri karşılayamaması durumunda üretilen malzemenin ithalatı gündeme gelmektedir. İthal edilen ürünler daha çok saf tiptedir.

Türkiye 2008 – 2009 yılları aralığındaki ihracat rakamlarına bakıldığında son yıllarda Mısır ve Sırbistan'a ihracat miktarının arttığı görülmektedir. 2010 yılı ihracat rakamlarına göre CMC ihracatının %50'si Avrupa ülkelerine, %29'u Afrika ülkelerine, %14'ü ise Asya ülkelerine yapılmaktadır. Son 3 yıl kıyaslandığında Avrupa ülkelerinin payının azalmaya başladığı, Afrika ve Asya ülkelerinin ise payının arttığı görülmektedir.



Yıl	Dış Ticaret Miktarları (kg)	
	İthalat	İhracat
2005	1.666.859	8.700.107
2006	1.663.804	14.171.877
2007	1.886.236	16.392.181
2008	1.939.656	20.427.638
2009	1.291.625	21.883.456

4. ŞİRKET DEĞERLEMESİ

Teoride ve uygulamada çok fazla değerleme yaklaşımı mevcut olmakla birlikte öncelikli olarak genel kabul görmüş yaklaşımlar aşağıdaki gibidir:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi
- Temettü Kapitalizasyonu Yöntemi

Bunlara ek olarak birçok değerleme yaklaşımı bulunmasına karşılık, değerleme çalışmasında Acıselsan için en uygun yöntem olarak gördüğümüz "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Benzer Şirket Karşılaştırması" yöntemleri kullanılmıştır.

4.1. Değerleme Kavramları

4.1.1. Değerlemenin Yürürlük Tarihi

Bu değerleme, 19.04.2012 tarihinden itibaren geçerlidir.

4.1.2. Değer Tanımı

Bu raporda ulaşılan "şirket değeri", değerlemeye konu şirketin toplam özkaynak değeridir. Bu raporda ulaşılan toplam özkaynak değeri, şirket sermayesinde sahip olunan ve mülkiyet haklarının tamamını temsil eden hisselerin toplam değeri olarak anlaşılmalıdır. Özkaynak değeri, finansal borçlar ve özkaynak toplamı olarak ifade edilen toplam yatırımın piyasa değerinden finansal borçların çıkarılması sonucu ulaşılan tutardır.

4.1.3. Hak Sahipleri

Hak sahipleri, değerlemeye konu anonim şirketin Türk Ticaret Kanunu'na uygun olarak tescil edilmiş sermayesinde pay sahibi olan hissedarlardır. Hissedarların usulüne uygun olarak yapacakları hisse devirleri sonrasında şirket üzerindeki mülkiyet hakları da devrolunmuş sayılır. Değerlemeye konu şirketin hisse devirleri esas sözleşmede belirlenen şartlar dışında, herhangi bir otoritenin izin şartına bağlı değildir.

4.1.4. Değerlemenin Amacı ve Kullanımı

Şirket yönetimi bu değerleme raporunu, ortak sayısı bakımından halka açık konumda bulunan Şirketin İMKB II.Ulusal Pazar'da işlem görmesinde ve bu kapsamda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) 29.12.2011 tarihinde yayınlanan 383 sayılı "Halka Açık Şirketlerin Hisse Senetlerinin Halka Arz Edilmeksizin Borsada İşlem Görmesine İlişkin Esaslar Genelgesi" çerçevesinde hisse birim değerinin takdir edilmesi amacıyla talep etmektedir.

4.1.5. Etkin Değerleme Tarihi

Piyasalar ve piyasa koşulları değişebildiğinden tahmini değer bir başka zamanda doğru ve uygun olmayabilir. Bu raporda sunulan değer, ne geçmişteki ne de gelecekteki bir tarihte değil de etkin değerleme tarihinde fiili pazar durumunu yansıtmaktadır. Etkin değerleme tarihi 18 Nisan 2012'dir. Rapora konu şirketin değerlemesi arz ve talep ilkesine uygun **pazar değeri** esasına göre yapılmıştır. Pazar değeri, değerlemenin yapıldığı tarihte açık piyasada satışa sunulmuş olması durumunda, şirketin el değiştireceği tutarın bir temsildir. Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında herhangi bir zorlama olmaksızın ve tarafların herhangi bir ilişkiden etkilenmeyeceği şartlar altında, bilgili, basiretli ve iyi niyetli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerleme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar dışı değer ise, pazar değeri tahminlerine karşılık gelmeyen özel şartları, finansman şartlarını, vergilendirme ve iskonto oranlarını sunması durumunda elde edilen değer takdiridir. Bu işlemin sonucu, arz ve talebi yansıtan bir pazar değeri tahmininden ziyade iletilen varsayımlara özel olan yatırım değeri veya ederi tahminidir.

Pazar değeri esasına açıklık getiren bazı kavramlar aşağıda açıklanmaktadır.

a. İstekli alıcı, istekli satıcı

Pazar değeri esas, istekli (motive olmuş ancak zorunlu olmayan) alıcı ve satıcının satın alma işlemlerinin yürütülmesinde hiçbir zorlama altında olmadan Şirket'in değerini etkileyebilecek konularla ilgili bütün bilgilere sahip oldukları takdirde oluşacak alım satım değerini kabul etmektedir.

b. İşletmenin Sürekliliği

İşletme (şirket), normal olarak, faaliyetlerini sürdüren, yani yakın gelecekte faaliyetlerine devam edecek olan bir tüzel kişilik olarak görülmektedir. İşletmenin tasfiye olma, ya da faaliyetlerinin kapsamını maddi olarak azaltma niyeti veya gereği içerisinde olmadığı varsayılmaktadır.

c. Değer kavramı

Bu değerleme raporu, alıcıların Şirket'e yapabilecekleri yatırımın olası değerini göstermektedir. Değer kavramı, satışa konu şirketin alıcıları ve satıcıları tarafından makul ölçüler çerçevesinde sonuçlandırılabilir en olası fiyat anlamına gelmektedir. Bu anlamda değer, alıcı ve satıcıların üzerinde uzlaşmaya varacakları varsayımsal (takdiri) fiyatı temsil etmektedir. Şirket'in kesin değeri, herhangi bir satış işleminde anlaşmaya varılan gerçekleşmiş fiyat olacaktır.

Bu raporda bulunan değer, satış veya satın alma maliyetleri ve herhangi bir ilişkili verginin mahsubu göz önüne alınmaksızın bulunan değerdir.

4.1.6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Raporun bir sonraki bölümünde Aciselsan'ın özkaynak değerinin tespiti çalışmaları sunulmaktadır.

Pazar değerini tahmin etmek amacıyla en sık kullanılan yaklaşımlar arasında, indirgenmiş nakit analizini de içeren gelir indirgeme yaklaşımı, varlık esaslı (maliyet) yaklaşım ve emsal karşılaştırma yaklaşımı yer almaktadır. Yaptığımız değerlendirme sonucu, Aciselsan'ın değerleme çalışmasında, ülkemizde yapılan değerlemelerde yaygın olarak kullanılan iki yöntemin kullanılmasını uygun buluyoruz.

- a. Gelir indirgeme yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi,
- b. Emsal karşılaştırma yaklaşımı: Emsal Karşılaştırma Yöntemi

Bu Rapor'da, bu iki yaklaşıma göre değerlendirme yapılmıştır. Şirket faaliyetleri ile ilgili beklentiler oluşturulurken Dünya ekonomisi ve Türkiye ekonomisindeki mevcut eğilimler dikkate alınmıştır.

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

4.2.1. Tanım

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının şimdiki değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır.

Burada vurgulanması gereken nokta, kâr rakamları yerine nakit akımlarının kullanılmasıdır. Kar-zarar tablosunda sürekli kâr açıklayan bir şirket gerçekte değer üretmiyor olabilir. Bu doğrultuda, pozitif nakit akımına sahip olmayan şirketler sermayelerini eritirler. Karlılığın en doğru göstergesi kâr rakamları değil, nakit akımlarıdır. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde serbest nakit akımları baz alınabilir. Serbest nakit akımı aşağıdaki gibi hesap edilmektedir.

Serbest Nakit Akımı	=	+	Esas Faaliyet Karı
		+	Amortisman Giderleri
		+	Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Diğer Giderler
		-/+	Net İşletme Sermayesindeki Artış/Azalış
		-	Yatırım Harcamaları
		-	Nakit Ödenen Vergiler

4.2.2. İskonto Oranı

Serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılması gereken iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, kullanılan kaynakların (borç, özkaynak, ...) her birinin maliyetinin ayrı ayrı ağırlıkları ile çarpılıp, bu değerlerin toplanmasından oluşur.

$$k = \left(\frac{E}{D+E} \right) k_e + \left(\frac{D}{D+E} \right) k_d (1-t)$$

k : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
 k_e : Özkaynak Maliyeti
 k_d : Borç Maliyeti
 E : Hisse Senetlerinin Toplam Değeri
 D : Borcun Piyasa Değeri
 t : Kurumlar Vergisi Oranı

Özkaynak maliyetini hesaplamak için Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılabilir.

$$k_e = r_f + \beta_e [E(r_m) - r_f]$$

r_f : Risksiz Faiz Oranı
 β_e : Özkaynak Betası (Sistemik Riskin Ölçüsü)
 $E(r_m) - r_f$: Pazarın Risk primi (Beklenen Piyasa Getirisinin Risksiz Faiz Oranını Aşan Kısmı)

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle beş ya da on yıl gibi dönemler için hazırlanır. Projeksiyon döneminin sonrası için Gordon Büyüme Modeli kullanılarak bir uç değer bulunur. Uç değer ile birlikte projeksiyon dönemi için hesaplanan nakit akımları bugüne indirgenip toplanarak şirket değerine ulaşılır.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^T \frac{C_i}{(1+k)^i} + \frac{\text{Uç Değer}}{(1+k)^T}$$

$$\text{Uç Değer} = \frac{C_T(1+g)}{k-g}$$

C_i : Projeksiyon Döneminin i-inci Yılındaki Serbest Nakit Akımı
 k : İskonto Oranı (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)
 C_T : Projeksiyon Döneminin Son Yılındaki Serbest Nakit Akımı
 g : Nakit Akımının Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Hızı

Yukarıdaki formülde, nakit akımı olarak operasyonel nakit akımı, iskonto oranı olarak da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanıldığı takdirde, bulunan değer şirket değeridir. Hisse senedi değerine ulaşmak için, önce, şirket değerinden net finansal borçlar (hazır değerler ve menkul kıymetler düşüldükten sonra) rakamı çıkarılarak hisse senetlerinin toplam değerine ulaşılır. Hisse senetlerinin toplam değeri toplam hisse senedi sayısına bölünerek bir hisse senedinin değeri bulunmuş olur. Net Aktif Değer, işletme varlıklarının mevcut piyasa koşullarındaki değerinden işletmenin borçlarının düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Diğer bir deyişle, bilançoda yer alan kalemlerin günümüzün cari piyasa değerlerine taşınması işlemi ifade etmektedir. Net Aktif Değerlemesinde, öncelikle şirketin aktif kalemleri üzerinde düzeltmeler yapılmakta ve daha sonra düzeltilmiş değerden şirketin borçları düşülmektedir.

4.2.3. İNA'ya Göre Şirket Değeri

Risksiz Faiz Oranı (RFR):

Risksiz faiz oranı, 5 Mart 2014 vadeli gösterge tahvilin 16.04.2012 tarihindeki değeri olarak %9,44 şeklinde alınmıştır.

Beta:

Aciselsan'ın Beta'sı, kimya sektörüne ait bir şirket olmasına da bağlı olarak 0,98 şeklinde kullanılmıştır.

Finansal Varlık Fiyatlama Modeli'nde bir kıymetin sistematik riskini beta (β) ifade eder. Beta katsayısı belirli bir hisse senedinin ne ölçüde pazarla birlikte hareket ettiğini gösteren bir ölçüttür.

Beta değeri = 1 olan menkul kıymetlerin orta risk grubunda yer aldığı ve getirilerinin orta düzeyde olduğu;

Beta değeri > 1 olan finansal varlıkların yüksek sistematik riske sahip ve beklenen getirileri yüksek yatırımlar olduğu;

Beta değeri < 1 olan finansal varlıkların düşük sistematik riske sahip ve beklenen getirileri düşük yatırımlar olduğudur.

Hisse Risk Primi:

Risk primi, belirli bir riskli varlıkla daha az riskli varlığın beklenen getirileri arasındaki farktır. Bu durum, hisse senedi piyasalarında, hisse senedine ne kadarlık bir risk primi biçildiğini veya risksiz getiri olarak kabul edilen Hazine tahvilleri, eurobond'larının üzerinde ne kadarlık ek getiri talep edildiğini gösterir. Değerleme çalışmamızda risk primini, mevcut piyasa koşulları çerçevesinde %7,1 olarak alınmıştır.

Genel ilke olarak riskten kaçan yatırımcıların-egemen olduğu bir piyasada, daha riskli menkul değerler ortalama yatırımcılar tarafından tahmin edilebileceği gibi, daha az riskli menkul değerlere oranla daha yüksek bir beklenen getiriye sahip olurlar. Aksi halde eğer beklenen getirisi risksiz orandan daha düşük ancak riski daha yüksek bir varlık mevcut ise, piyasada yatırımcılar bundan kaçınırlar ve bu varlığı satmaya başlarlar.

$$\text{Risk primi} = E(r_m) - r_f$$

$E(r_m)$: Pazar portföyünün beklenen getirisi

r_f : Risksiz getiri

Borçlanma Maliyeti:

Borçlanma maliyeti, bankalardan talep edilecek kredilere karşılık gelen faiz oranını göstermektedir.

4.2.4. Varsayımlar ve Kabuller

- TÜFE ve Büyüme: Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, 2012 – 2016 arasında TÜFE'nin %5,0 – 8,0 arasında seyredeceği öngörülmüştür.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TÜFE (%)	6,5	6,4	10,5	8,0	7,0	6,0	5,5	5,0
Büyüme (%)	-4,8	8,9	8,0	2,5	4,0	5,0	5,0	5,0

- Euro: Global krizden sınırlı ve geçici etkilenen Türkiye'ye yönelik fon akışının ilerleyen yıllarda da devam edeceği varsayımıyla paritelere ilişkin tahminlerimiz aşağıdadır.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EUR/TL (Ort. Alış)	2,1505	1,9894	2,3224	2,2950	2,1962	2,1170	2,0799	2,0740

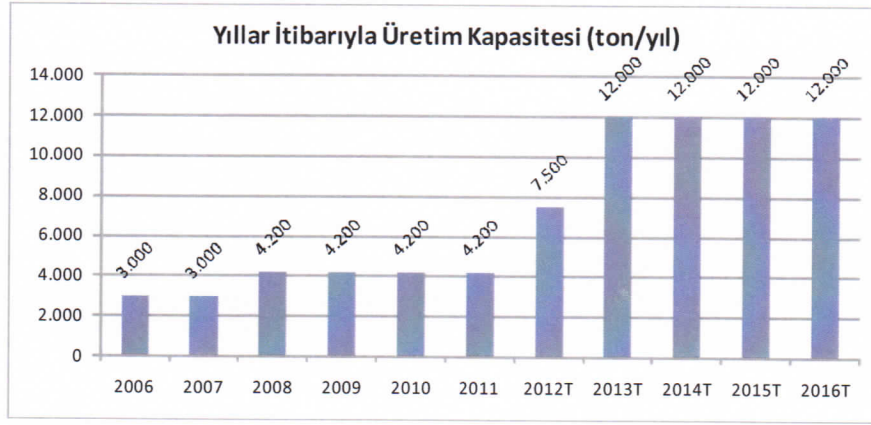
- Her bir ürün grubunun yurtiçi satış fiyatının TÜFE oranı kadar artacağı, yurtdışı satış fiyatının ise Euro'daki artış/azalış + Euro bazında fiyat artışı (%4,2) oranında olacağı temel senaryo olarak kullanılmıştır. Ürün satışlarının TL bazındaki tutarı ise, artacak üretim kapasitesi ve satış miktarının yanı sıra fiyat artışları oranında olacağı tahmin edilmiştir. Buna göre, miktar bazında satışların 2012 yılında %35, 2013 yılında %60, 2014 - 2016 arasında ise %30 seviyesinde artması beklenmektedir.

Satış Tutarları (TL)	2009 G	2010 G	2011 G	2012 T	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
ÜRÜN GRUPLARI								
CMC Deterjan	1.527.000	1.272.733	648.480	909.802	1.468.166	1.919.112	2.541.072	3.411.392
Yurtiçi	130.000	197.902	16.134	23.523	40.271	55.494	76.110	103.890
Yurtdışı	1.397.000	1.074.831	632.346	886.279	1.427.894	1.863.618	2.464.962	3.307.502
CMC Tutkal	820.000	1.046.355	1.510.505	2.202.316	3.770.366	5.195.564	7.125.716	9.726.602
Yurtiçi	781.000	1.029.616	1.510.505	2.202.316	3.770.366	5.195.564	7.125.716	9.726.602
Yurtdışı	39.000	16.739	-	-	-	-	-	-
CMC Tekstil	111.000	107.501	41.430	60.405	103.413	142.503	195.443	266.780
Yurtiçi	111.000	105.355	41.430	60.405	103.413	142.503	195.443	266.780
Yurtdışı	-	2.147	-	-	-	-	-	-
CMC Sondaj	933.000	728.084	477.769	680.212	1.123.491	1.500.435	2.016.092	2.725.730
Yurtiçi	864.000	128.213	187.585	273.499	468.231	645.222	884.922	1.207.919
Yurtdışı	69.000	599.870	290.183	406.713	655.260	855.213	1.131.170	1.517.811
CMC Boya	2.732.000	2.479.985	2.053.792	2.883.875	4.660.156	6.099.406	8.083.419	10.856.735
Yurtiçi	91.000	127.155	94.581	137.899	236.084	325.324	446.181	609.037
Yurtdışı	2.641.000	2.352.830	1.959.211	2.745.976	4.424.072	5.774.082	7.637.238	10.247.697
CMC Saf	27.000	52.015	140.693	203.832	345.707	472.598	644.857	878.149
Yurtiçi	27.000	52.015	117.681	171.578	293.742	404.777	555.151	757.781
Yurtdışı	-	-	23.013	32.254	51.964	67.822	89.706	120.368
Alkali	-	32.963	78.311	109.758	176.832	230.793	305.264	409.605
Yurtiçi	-	-	-	-	-	-	-	-
Yurtdışı	-	32.963	78.311	109.758	176.832	230.793	305.264	409.605
Asel Smca	-	3.395	11.920	17.379	29.754	41.001	56.232	76.757
Yurtiçi	-	3.395	11.920	17.379	29.754	41.001	56.232	76.757
Yurtdışı	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer	17.000	2.266	28.369	41.361	70.811	97.577	133.827	182.674
Yurtiçi	17.000	2.266	28.369	41.361	70.811	97.577	133.827	182.674
Yurtdışı	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	6.167.000	5.725.297	4.991.268	7.108.942	11.748.695	15.698.988	21.101.921	28.534.424
Yurtiçi Toplam	2.021.000	1.645.916	2.008.205	2.927.962	5.012.671	6.907.461	9.473.583	12.931.440
Yurtdışı toplam	4.146.000	4.079.381	2.983.064	4.180.980	6.736.024	8.791.527	11.628.339	15.602.984
Genel Toplam	6.167.000	5.725.297	4.991.268	7.108.942	11.748.695	15.698.988	21.101.921	28.534.424

- Şirketin 2012 – 2016 yılları arasında toplam gelir dağılımının; yurtiçi %44, yurtdışı %56 şeklinde olacağı öngörülmüştür. Bu oranlar, 2009 – 2011 yılları arasında ortalama %34 yurtiçi, %66 yurtdışı şeklinde idi. 2011'de %13,0 CMC Deterjan, %30,3 CMC Tutkal, %0,8 CMC Tekstil, %9,6 CMC Sondaj, %41,1 CMC Boya, %2,8 CMC Saf, %1,6 Alkali, %0,2 Asel Smca, %0,6 Diğer şekilde olan ciro dağılımının 2016 yılı sonuna gelindiğinde şu şekilde değişeceği tahmin edilmiştir: %12,0 CMC Deterjan, %34,1 CMC Tutkal, %0,9 CMC Tekstil, %9,56 CMC Sondaj, %38,0 CMC Boya, %3,1 CMC Saf, %1,4 Alkali, %0,3 Asel Smca, %0,6 Diğer.

	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
CMC Deterjan	24,8%	22,2%	13,0%	12,8%	12,5%	12,2%	12,0%	12,0%
CMC Tutkal	13,3%	18,3%	30,3%	31,0%	32,1%	33,1%	33,8%	34,1%
CMC Tekstil	1,8%	1,9%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
CMC Sondaj	15,1%	12,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
CMC Boya	44,3%	43,3%	41,1%	40,6%	39,7%	38,9%	38,3%	38,0%
CMC Saf	0,4%	0,9%	2,8%	2,9%	2,9%	3,0%	3,1%	3,1%
Alkali	0,0%	0,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
Asel Smca	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
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%

- Şirketin 2012 yılında yapacağı 1 milyon TL tutarındaki yatırımıyla üretim kapasitesinin 4.200 ton/yıl seviyesinden 12.000 ton/yıl seviyesine ulaşması beklenmektedir. Bu sayede, 5 adet şirketin bulunduğu ve üretim hacmi bakımından en son sırada yer aldığı 45.000 ton/yıl kapasiteli yurtiçi pazarda Acıselsan'ın 3.sıraya yükseleceği öngörülmektedir. Bu yatırımın içeriğinin şu şekilde olması planlanmaktadır: 2008 yılında Denizli'de kurulmuş olup yönetsel sebeplerden ötürü kapanan bir CMC fabrikasının atıl durumda bulunan makinelerin satın alınarak Acıselsan tesislerinde boş durumda bulunan eski Tekel binasına kurulması.



- Acıselsan'ın mevcut üretim tesislerinde sadece tabaka halinde Güney Afrika selülozu (en pahalı selüloz gruplarından biridir) kullanılabilmekte olduğundan ötürü ortaya çıkan ürün son derece kaliteli ancak fiyat açısından pazarda rekabetçi olamamaktadır. Yeni kurulacak olan sistem ile daha ucuz ve rulo halinde selüloz kullanılabileceğinden ötürü, maliyetlerin büyük ölçüde aşağı çekilmesi ve pazarda daha önce fiyattan ötürü kaybedilen müşterilerin geri kazanılması planlanmaktadır. Yurtiçinde var olan arz fazlası nedeniyle yapılacak satışların yurtdışında Doğu Avrupa ve Avrupa Birliği ülkelerinin bulunduğu coğrafyaya gerçekleştirilmesi düşünülmektedir. Buna karşılık, şirket yurtiçinde deterjan ve duvar kâğıdı tutkalı piyasasını hedeflemektedir.
- Şirketin üretim maliyetleri arasında en yüksek paya sahip olan selüloz alımları, daha önceki yıllarda vade farkı ile alınırken (işletme sermayesi eksikliğinden ötürü) 2012 yılında Verusaturk GSYO'nun ortak olmasıyla birlikte şirkete nakit girişi sağlanmış ve tüm satın almalar kademe kademe pazarlıkla nakit olarak gerçekleşmeye başlamıştır. Ayrıca, yeni kurulacak olan üretim tesisinde fire oranlarının daha düşük ve verimlilik oranının da daha yüksek olması ve daha uygun fiyatlı selüloz kullanılmasının beklenmesinden ötürü brüt kar marjının son üç yıl ortalaması olan %20 seviyesinden 2012 – 2016 yılları arasında %30,7'ye yükselmesi öngörülmektedir. (Hali hazırda alınan Güney Afrika selülozunun fiyatı 1.200 dolar/ton iken, yeni kurulacak sistemle birlikte fiyatı 800 dolar/ton olan Asya ve Kanada selülozunu kullanabilme imkanına sahip olunacağı beklenmektedir)

Satışların Maliyeti (TL)	2009 G	2010 G	2011 G	2012 T	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
İlk Madde Malzeme Giderleri	3.142.923	3.319.472	2.797.470	3.554.471	5.756.860	7.692.504	10.339.941	13.981.868
Toplam Satış Adedi (Ton)	2.861	2.731	1.619	2.186	3.497	4.546	5.910	7.683
Toplam Satış Adedi (Ton) Artış (Azalış) Oranı (%)		-5%	-41%	35%	60%	30%	30%	30%
İlk Madde Malzeme Giderleri / Net Satışlar	51%	58%	56%	50%	49%	49%	49%	49%
İlk Madde Malzeme Giderleri / Satışların Maliyeti	68%	69%	68%	67%	70%	72%	73%	74%
İşçilik Giderleri	513.846	836.103	657.737	816.866	949.899	1.044.889	1.149.378	1.264.315
İşçi Sayısı	38	35	31	35	37	37	37	37
Ort. İşçi Maliyeti	13.522	23.889	21.217	22.915	24.519	25.990	27.419	28.790
Ort. İşçi Maliyeti Artış Oranı (%)				8%	7%	6%	6%	5%
Genel Üretim Giderleri	896.889	597.459	624.946	853.073	1.409.843	1.883.879	2.595.536	3.424.131
Toplam Satış Adedi (Ton)	2.861	2.731	1.619	2.186	3.497	4.546	5.910	7.683
Toplam Satış Adedi (Ton) Artış (Azalış) Oranı (%)		-5%	-41%	35%	60%	30%	30%	30%
Genel Üretim Giderleri / Net Satışlar	15%	10%	13%	12%	12%	12%	12%	12%
Genel Üretim Giderleri / Satışların Maliyeti	20%	12%	15%	16%	17%	18%	18%	18%
Amortisman	38.141	39.218	32.126	105.000	108.500	112.000	115.500	119.000
Satışların Maliyeti	4.591.799	4.792.253	4.112.279	5.329.411	8.225.103	10.733.272	14.200.355	18.789.314

- Şirketin Güney Afrika selülozu yerine daha düşük maliyetli selüloz kullanımına geçecek olması, nakit sıkıntısının giderilmesiyle peşin alımlarla maliyetleri aşağı çekme çabasının ilk madde malzeme maliyetini %56'lardan %50'lere düşüreceği öngörülmektedir. Birim işçilik maliyetinin yıllar itibarıyla enflasyondaki artış kadar olacağının beklenmesinin yanı sıra 2012 yılında kadroya 4 işçi daha katılması, 2013 yılında ise 2 işçi daha alınması tahmin edilmektedir.

- Şirketin faaliyet giderlerinin aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere seyredeceği beklenmektedir.

Faaliyet Giderleri (TL)	2009 G	2010 G	2011 G	2012 T	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
Pazarlama Satış Giderleri	489.134	520.731	289.829	458.394	777.134	1.147.993	1.656.174	2.234.136
Personel Ücret ve Giderleri	126.079	143.227	79.833	174.036	189.699	284.549	284.549	379.398
Personel Sayısı	2	2	1	2	2	3	3	4
Dışarıdan Sağlanan Hizmetler	292.938	290.650	165.056	213.268	469.948	627.960	949.586	1.284.049
Diğer Çeşitli Giderler	70.117	86.854	44.940	71.089	117.487	235.485	422.038	570.688
Genel Yönetim Giderleri	492.882	557.107	538.628	688.513	916.526	1.113.530	1.408.142	2.388.943
Personel Ücret ve Giderleri	383209	460.695	451.252	564.065	564.065	564.065	564.065	676.878
Personel Sayısı	4	4	4	5	5	5	5	6
Dışarıdan Sağlanan Hizmetler	109673	96.412	87.376	124.448	234.974	392.475	633.058	1.141.377
Diğer Çeşitli Giderler	-	-	-	-	117.487	156.990	211.019	570.688
Amortisman	8.840	13.778	14.586	45.000	46.500	48.000	49.500	51.000
Faaliyet Giderleri	990.856	1.091.616	843.043	1.191.906	1.740.160	2.309.523	3.113.816	4.674.079

- Şirketin net işletme sermayesi değişiminin aşağıdaki gösterildiği üzere seyredeceği beklenmektedir.

İşletme Sermayesi Değişim (TL)	2011	2012 T	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
Net Satışlar	4.991.268	7.075.123	11.748.695	15.698.988	21.101.921	28.534.424
SMM	4.080.153	5.224.411	8.116.603	10.621.272	14.084.855	18.670.314
- İlk Madde Malzeme Giderleri	2.797.470	3.554.471	5.756.860	7.692.504	10.339.941	13.981.868
- İşçilik Giderleri	657.737	816.866	949.899	1.044.889	1.149.378	1.264.315
- Genel Üretim Giderleri	624.946	853.073	1.409.843	1.883.879	2.595.536	3.424.131
Ticari Alacaklar	356.168	589.594	979.058	1.308.249	1.758.493	2.377.869
Ticari Borçlar	118.986	367.295	696.763	931.037	1.437.275	1.934.000
Stoklar	704.124	979.454	1.194.451	1.596.064	2.155.913	2.901.000
Net İşletme Sermayesi Değişim		-260.446	-274.993	-496.530	-503.855	-867.738
Devir Hızları						
Ticari Alacaklar	26	30	30	30	30	30
Ticari Borçlar	13	30	35	35	40	40
Stoklar	74	80	60	60	60	60

- DGD Gayrimenkul değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından maddi duran varlıklardaki arazi ve arsalar, yer altı ve yer üstü düzenleri ve binaların yeniden değerlendirilme tabi tutulmasıyla söz konusu varlıkların değeri 4.041.000 TL olarak tespit edilmiş ve bu doğrultuda 2.971.620,42 TL yeniden değerlendirme farkı finansal tablolarda yer almıştır. Uluslararası Finansal Raporlama Standardlarına göre değerlendirme yapılan maddi duran varlıkların yeni değerleri üzerinden amortisman hesaplanmamaktadır. Oluşan değer farkı bilanço pasifinde değer artışı fonunda tutulmakta olup, amortisman ayrılması durumunda bu fondan düşülmesi gerekmektedir. Projeksiyonlarda amortismanlar nakit çıkışı gerektirmeyen gider statüsünde olduğu için bu yeni değerlendirilen Maddi Duran Varlıklar üzerinden amortisman ayırıp gider yazılmamıştır.

Amortisman (TL)	2011	2012 T	2013 T	2014 T	2015 T	2016 T
Amortisman	46.712	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Yeni Yatırım						
2012	1.000.000	10%	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		150.000	155.000	160.000	165.000	170.000

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ							
TL	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	5.725.257	4.991.268	7.108.942	11.748.695	15.698.988	21.101.921	28.534.424
Satışların Maliyeti (-)	4.792.253	4.080.153	5.329.411	8.225.103	10.733.272	14.200.355	18.789.314
Brüt Kar / Zarar	933.004	911.116	1.779.532	3.523.592	4.965.717	6.901.566	9.745.110
Brüt Kar Marjı	16,3%	18,3%	25,0%	30,0%	31,6%	32,7%	34,2%
Faaliyet Giderleri	1.108.838	837.564	1.191.906	1.740.160	2.309.523	3.113.816	4.674.079
Faaliyet Kar / Zaran	-175.834	73.552	587.626	1.783.432	2.656.194	3.787.750	5.071.031
Amortisman (+)	52.996	46.712	150.000	155.000	160.000	165.000	170.000
FAVÖK	-122.838	120.264	737.626	1.938.432	2.816.194	3.952.750	5.241.031
FAVÖK Marjı	-2,1%	2,4%	10,4%	16,5%	17,9%	18,7%	18,4%
Vergi (-)	-	2.353	-	-178.977	-531.239	-757.550	-1.014.206
Yatırım Harcamaları (-)	-11.674	-7.964	-1.000.000	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
Net İşletme Sermayesi	1.265.847	941.307	1.201.752	1.476.746	1.973.276	2.477.131	3.344.869
İşletme sermayesindeki değişim (-)		324.540	-260.446	-274.993	-496.530	-503.855	-867.738
SERBEST NAKİT AKIMLARI		439.194	-522.820	1.434.462	1.738.425	2.641.345	3.309.087
Risksiz Faiz Oranı			9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Beta			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi			7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Hisse Risk Primi			7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Sermaye Maliyeti			16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%
Borçlanma Maliyeti			15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Vergi Oranı			20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)			15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
İskonto Oranı			15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%
İskonto Faktörü		1,00	1,16	1,34	1,55	1,79	2,07
NAKİT AKIMLARININ BUGÜNKÜ DEĞERİ (FCF)			-452.204	1.073.132	1.124.870	1.478.269	1.601.838
Firma Değeri (2012 - 2016)	4.825.904						
Uç Büyüme Oranı (%) (2016 sonrası)	2,0%						
Uç Değerin Şimdiki Değeri	11.999.665						
Piyasa Değeri (TL)	16.825.570						

Şirketin yapacağı 1 milyon TL tutarındaki yatırımın üretim kapasitesini 4.200 ton/yıl'dan 12.000 ton/yıl'a yükselteceği ana varsayımı altında, indirgenmiş nakit akımları analizine göre yaptığımız hesaplamada şirketin piyasa değeri 16,8 milyon TL olarak çıkmaktadır.

4.3. Emsal Karşılaştırma

4.3.1. Tanım

Pazar yaklaşımı, değerleme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikli şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmak olarak tanımlanır. Bu yaklaşımda kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü şunlardır:

- Halkın alım satım yaptığı Menkul Kıymet Borsaları,
- Şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar, (Toptan Satış Pazarları)
- Değerleme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemler.

Bu raporda, değerleme konusu şirketin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki ilgili olduğu sektörde yer alan emsal şirket verilerinden hareketle değerlemesi yapılmıştır.

4.3.2. İMKB Çarpanlarına Göre Karşılaştırma

Aciselsan, mevcut kriterleri itibarıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda "İkinci Ulusal Pazar"da işlem görebilecek bir şirkettir. Buna karşılık, "Benzer Şirket Karşılaştırması ve/veya Yurtiçi Piyasa Çarpanları" analizinde İMKB'de birebir karşılaştırılabilir herhangi bir firma yer almasa da, satışını yaptığı ürünlerin ağırlıklı olarak boya ve tutkal gibi alanlar olması, bu sektörlerin petrokimya içerisinde sınıflandırılması, boya sanayine ait şirket verilerinin ise anlamlı sonuçlar vermemesi nedeniyle İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksi ile karşılaştırma yapılmıştır. Şirketin ciro, özkaynaklar vb. değerleri itibarıyla küçük olması, İMKB

Ulusal Pazar'la kıyaslama yapmayı anlamsızlaştırmaktadır ve buna bağlı olarak da İMKB-100 endeksi ile karşılaştırma, tabloda gösterilmiş olsa da değerlemede kullanılmamıştır. Gerek işlem görmesi beklenen pazar olması, gerekse de çarpan analizi içerisinde değerlemeyi hassaslaştırma maksadıyla Emsal Karşılaştırma yönteminde/hesaplamalarında II.Ulusal Pazar'ı da kullandık. Bu çerçevede, Emsal Karşılaştırma içerisinde faaliyetleri bakımından yakın gördüğümüz petrokimya sektörü ile II.Ulusal Pazar'ın ağırlıklarını eşit seviyede ve %50 – 50 şeklinde olarak kullanmayı uygun buluyoruz. II.Ulusal Pazar'a ait dört çarpanın hesaplanmasında daha yüksek hassasiyet sağlayabilmek için, İMKB Mali Endeks'te yer alan şirketlere ait veriler FD/Satışlar ve FD/FAVÖK oranlarının hesaplanmasında kullanılmamıştır (mali endeks şirketlerinin bu oranların kullanımında anlamlı olmaması sebebiyle).

a) Benzer Şirket / Sektör Karşılaştırması (İMKB Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler Endeksi):

Geçtiğimiz günlerde açıklanan 2011 yılı 12 aylık sonuçların ardından piyasa çarpanlarına baktığımızda, Fiyat / Kazanç (F/K), Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) oranlarının makul karşılanabilecek değerlerde olduğunu, buna karşılık Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) oranının ise oldukça düşük seviyede bulunduğunu görmekteyiz. Bu nedenle, benzer şirket / sektör karşılaştırmasında FD/Satışlar oranının ağırlığını %10 ile sınırlandırıyor, diğer üç piyasa çarpanına ise eşit ağırlık vererek %30 seviyesinde belirliyoruz.

BENZER ŞİRKET / SEKTÖR (KİMYA, PETROL, KAUKUK VE PLASTİK ÜRÜNLER)						
	PD	K.KAR	ÖZKAYNAKLAR	FİRMA DEĞERİ	K.CİRO	K.FAVÖK
AKSA	825.100.000	99.467.000	841.429.000	1.233.225.000	1.675.470.000	192.818.000
ALKIM	180.987.000	22.677.203	151.935.057	217.016.722	198.701.999	34.055.813
AYGAZ	2.514.000.000	378.156.000	2.154.179.000	2.261.462.000	5.455.670.000	233.646.000
BAGFS	622.500.000	73.828.982	237.284.732	522.294.016	325.139.670	90.291.970
BRISA	1.600.003.125	71.872.921	471.757.734	1.974.582.630	1.347.777.289	158.040.853
CBSBO	6.498.707	-23.020.704	-115.857.892	68.150.928	16.088.051	-2.057.007
DEVA	458.000.000	-15.633.955	344.365.399	669.301.747	404.973.563	11.718.836
DYOBY	121.000.000	-57.090.022	47.655.248	242.441.571	418.947.055	6.426.755
ECILC	1.167.683.040	90.381.000	2.601.086.000	468.605.040	973.552.000	44.345.000
EGGUB	221.972.400	-175.370	100.740.288	289.605.032	185.542.690	29.384.834
EGPRO	341.914.006	10.736.787	123.839.779	415.652.842	254.791.872	25.611.936
EPLAS	15.000.000	-9.492.784	-28.293.249	68.629.508	101.668.876	5.045.426
GOODY	649.512.687	61.584.443	332.239.616	767.001.237	1.235.675.615	98.354.597
GUBRF	1.018.700.000	374.967.607	664.238.132	1.260.655.608	2.276.393.199	604.160.166
HEKTS	114.544.120	12.881.924	93.900.759	105.104.923	102.062.877	18.657.947
KARKM	39.000.000	1.687.044	25.197.862	19.032.430	8.622.844	750.754
MRSHL	530.000.000	-1.764.959	114.293.613	518.474.543	306.971.988	9.572.777
PETKM	2.090.000.000	102.341.325	1.702.688.776	2.243.297.552	3.891.322.098	114.613.489
PIMAS	64.260.000	-10.440.099	62.155.895	133.744.261	167.084.226	6.083.156
PRTAS	7.464.278	-3.877.750	847.477	20.813.891	9.300.544	-422.349
PTOFS	2.656.500.000	-200.844.203	1.965.372.916	6.068.096.115	19.548.691.967	537.370.004
SASA	302.820.000	42.110.000	274.483.000	391.807.000	904.582.000	92.076.000
SODA	889.350.000	183.953.367	790.374.005	888.839.703	871.842.188	217.560.621
TRCAS	618.750.000	97.914.269	629.270.963	712.700.146	10.984.619	-9.062.952
TUPRS	9.290.552.320	1.244.527.000	4.369.991.000	10.381.949.320	41.385.250.000	2.157.657.000
TOPLAM	26.346.111.683	2.546.747.026	17.955.175.110	31.942.483.765	82.077.107.230	4.676.699.626

*Veriler 18.04.2012 tarihine ait olup Finnet'ten alınmıştır.

b) İMKB II.Ulusal Pazar:

II.Ulusal Pazar'a ait F/K ve FD/FAVÖK oranlarının gerek benzer şirket/sektör karşılaştırmasına göre, gerekse de İMKB-100 endeksine göre hayli yüksek seviyelerde bulunması nedeniyle, değerlemede daha konservatif

bir tutum takınmak ve uç değer etkisini minimize etmek maksadıyla kendi içerisindeki ağırlıklandırmada bu çarpanları %0 şeklinde belirliyoruz. Buna karşılık, PD/DD ve FD/Satışlar oranlarını ise, %50 ile eşit ağırlıklandırarak değerlemede olası şişkinliğin önüne geçmeyi amaçlıyoruz.

Çarpan analizinde baz alınan çarpan değerleri:

(18.04.2012 itibarıyla)	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
Benzer Şirket/Sektör Karşılaştırması	10,35	1,47	0,39	6,83
IMKB-100 Endeksi	10,31	1,55	1,01	7,40
IMKB 2.Ulusal Pazar	44,01	2,67	1,86	33,13
*Veriler Finnet'ten alınmıştır.				

Çarpan Analizinde Kullanılan Ağırlıklar

1. Benzer Şirket / Sektör	50,0%
2. IMKB-100 Endeksi	0,0%
3. IMKB II. Ulusal Pazar	50,0%

2012 YILSONU TAHMİNİ VERİLERE GÖRE;

(TL)	Sermaye (2012T)	Özsermaye (2012T)	Net Kar/Zarar (2012T)	Net Satışlar (2012T)	Piyasa Değeri (Tahmini)
ACISELSAN	602.000	4.109.358	587.626	7.108.942	8.748.591

	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
BENZER SEKTÖR (KİMYA)	10,35	1,47	0,39	6,83
IMKB-100 ENDEKSİ	10,31	1,55	1,01	7,40
IMKB II.ULUSAL PAZAR	44,01	2,67	1,86	33,13

ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ				
Çarpan Ağırlıkları ---->	30%	30%	10%	30%
	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
1. KİMYA, PETROL, KAUÇUK END.	6.078.990	6.029.771	2.766.633	5.038.082
TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ (TL)				5.420.716

ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ				
Çarpan Ağırlıkları ---->	0%	0%	0%	0%
	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
2. IMKB-100 ENDEKSİ	6.061.239	6.371.305	7.148.603	5.460.187
TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ (TL)				-

ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ				
Çarpan Ağırlıkları ---->	0%	50%	50%	0%
	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
3. IMKB II.ULUSAL PAZAR	25.861.117	10.957.219	13.195.710	24.439.075
TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ (TL)				12.076.465

Bu çerçevede, Benzer Şirket Karşılaştırmasına göre yaptığımız hesaplamada şirketin piyasa değeri 8,7 milyon TL olarak çıkmaktadır.

4.4. Şirket Değeri

4.4.1. Şirketin Toplam Değeri

Değerleme çalışmalarımız sonucu,

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 16.825.570 TL
- Emsal Karşılaştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 8.748.591 TL

olarak belirlenmiştir.

İNA yönteminin kavramsal olarak güçlü bir değerlendirme yöntemi olması, şirketin gelecekte yapmayı hedeflediği işleri ve bunların sonuçlarını daha iyi ortaya koyması, şirketin özel sektöre geçmesinin ardından yapılacak yatırımlarla artacak kapasitesini, daha verimli ve karlı çalışacağını, pazar payı kazanma ve maliyet düşürme beklentilerini İNA'nın daha iyi ifade ediyor olmasını göz önünde bulundurarak Nihai Özkaynak Değeri hesabında İNA'nın ağırlığını %60 ile Emsal Karşılaştırma yönteminin bir miktar üzerinde belirliyor, Emsal Karşılaştırma yöntemini ise %40 seviyesinde tutuyoruz.

Bu çerçevede, 8.748.591 – 16.825.570 TL fiyat aralığında oluşan Acıselsan'ın Nihai Özkaynak Değerinin 13.594.778 TL olmasının uygun olacağını takdir ediyoruz.

	İNA	Çarpan Analizi
Ağırlığı	60%	40%
Piyasa Değeri (TL)	16.825.570	8.748.591
Nihai Özkaynak Değeri	13.594.778 TL	
Sermaye		602.000
1 Adet Hissenin Fiyatı	22,58 TL	

İstanbul, 19 Nisan 2012

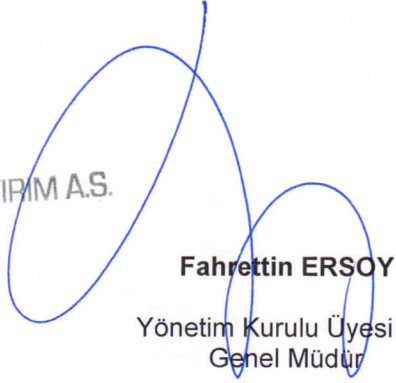
ETİ YATIRIM A.Ş.



Adem ÖZEN

Araştırma ve Kurumsal
Finansman Müdürü

ETİ YATIRIM A.Ş.



Fahrettin ERSOY

Yönetim Kurulu Üyesi ve
Genel Müdür