

Oyak Grubu'na ait halka açık çimento şirketleri olan Bolu Çimento (BOLUC), Adana Çimento (ADANA, ADBG, ADNAC), Aslan Çimento (ASLAN), Mardin Çimento (MRDIN) ve Ünye Çimento'nun (UNYEC), SPK, TTK ve Kurumlar Vergisi Kanunları ile ilgili diğer mevzuat hükümleri çerçevesinde birleşme niyetiyle görüşmelere başlanmasına karar verildiği duyuruldu. Açıklamanın yapıldığı günden itibaren birleşmeye konu edilecek şirketlerde olağan dışı fiyatlamalar gözlenmekle birlikte bu konuda belirsizlikleri ve bilinmeyenleri çok fazla olan bu süreçle ilgili olarak yatırımcılarımızı belirli varsayımlar altında; muhtemel bir birleşme işlemi ve sonrasına ilişkin bir senaryo analizi ile bilgilendirmek istedik. Bu çalışmanın amacı herhangi bir yatırım tavsiyesi vermekten ziyade, sürecin anlaşılması ve olası etkilerinin ortaya konması adına bir rehber hazırlamaktır.

- Birleşmenin Yapısı:** Yapılan açıklamada birleşmenin hangi şekilde olacağına (devralma veya yeni kuruluş şeklinde) ve devralma şeklinde olacaksa hangi çatı (veya birden fazla yapı) altında olacağı bilinmemektedir. **Biz çalışmamızda “Devralma” şeklinde bir birleşme olacağı ve bu birleşmenin, birleşmeye konu olan 5 şirketten hem klinker kapasitesi hem de öz sermaye açısından en büyüğü olan Adana Çimento altında olacağını varsaydık.** Yukarıdaki varsayımların herhangi birindeki değişikliğin sonuçları da etkileyeceğini belirtmek isteriz.
- Değerleme Yöntemleri:** Birleşme işlemi sürecinde birleşme sırasındaki hisse değişim oranlarının belirlenmesinde çeşitli yöntemler uygulanmaktadır. Bu yöntemlerden öz sermaye yöntemi veya piyasa değeri yaklaşımı gibi metotlar mevcut finansal veriler ve piyasa verilerinden hareketle hesaplama yapmaya imkân verirken, birleşmeye konu olan şirketlerin değerlemesinin yapıldığı ve bu süreçte danışmanlık yapan kurumların yaklaşım ve varsayımlarına göre farklılık arz edebilecek ölçütlerle de kullanılabilir. **Çalışmamızda; birleşmeye konu şirketlerin 2019/09 dönemindeki öz sermayeleri, 17 Aralık 2019 verileri ile hesaplanan piyasa değerleri ve çok genel bir yaklaşım olarak 150\$ (~850TL) FD/Klinker çarpanı ile hesaplanan hedef değerler baz alınarak hesaplamalar yapılmıştır.**
- Birleşme Sonrası Referans Fiyat:** Birleşme sonrasında birleşen şirketin piyasa değeri birleşme sonrasında ilan edilecek referans değere göre belirlenecektir. Bu konuda Borsa İstanbul tarafından yayınlanan “[Özsermaye Hallerinde Payların Teorik/Referans Fiyatlarının Belirlenmesi](#)” isimli dokümanda (Madde 7.1) tarif edildiği “devralan şirket ile devrolan şirketin/şirketlerin paylarının son kapanış fiyatlarına göre hesaplanan piyasa değerleri toplamının, devralan şirketin devralma işlemi sonrasındaki sermayesini temsil eden pay sayısına bölünmesi” şeklinde hesaplanmıştır. Burada her bir yöntem için ilgili yöntemle ulaşılan sermaye miktarı, ancak en son da sunulan ağırlıklı yöntemde ise Hedef Değer Yöntemi (en yüksek ağırlık verilen yöntem olması nedeniyle) ile yapılan hesaplamada ulaşılan sermaye referans olarak kullanılmıştır.
- İmtiyazlı Paylar:** Bilindiği gibi halka açık Oyak Grubu çimento hisselerinin bazılarında imtiyazlı paylar mevcuttur. Birleşme işleminde imtiyazlı payların korunması veya ayrıca değerlemeye tabi tutulması söz konusu olabilir. Bu durum için ayrıca bir çalışma yapılmamış ve tüm imtiyazların birleşme işlemi ile kalkacağı varsayımıyla çalışma yapılmıştır.

Devralan Şirket	Klinker Kapasite	Piyasa Değeri	Defter Değeri (2019/09)	Ödenmiş Sermaye
	ton/yıl	milyon TL	milyon TL	milyon TL
ADCIM	3,00	1.611	907,94	336,18
Devrolunan Şirketler	Klinker Kapasite	Piyasa Değeri	Defter Değeri (2019/09)	Ödenmiş Sermaye
	ton/yıl	milyon TL	milyon TL	milyon TL
ASLAN	1,20	3.265	306,81	73,00
BOLUC	2,50	649	332,90	143,24
UNYEC	1,50	661	255,86	123,59
MRDIN	2,00	602	211,32	109,52

Bu veriler ışığında; Özkaynak, Hedef Değeri ve Piyasa Değeri Yöntemlerine göre ulaşılan değerler tablo olarak yer almaktadır.

18 Aralık 2019 Çarşamba

Özkaynak Yöntemi

Devralan Şirket	Klinker Kapasite ton/yıl	Piyasa Değeri milyon TL	Net Borç milyon TL	Hedef Değer @150\$ ~ 850TL ton/yıl	Defter Değeri (2019/09) milyon TL	Ödenmiş Sermaye milyon TL
ADCIM	3,00	1.611	-108,99	2.659	907,94	336,18
Devrolunan Şirketler	Klinker Kapasite ton/yıl	Piyasa Değeri milyon TL	Net Borç milyon TL	Hedef Değer ton/yıl	Defter Değeri (2019/09) milyon TL	Ödenmiş Sermaye milyon TL
ASLAN	1,20	3.265	293,13	727	306,81	73,00
BOLUC	2,50	649	298,86	1.826	332,90	143,24
UNYEC	1,50	661	2,98	1.272	255,86	123,59
MRDIN	2,00	602	-39,39	1.739	211,32	109,52

Toplam
Birleşme Oranı
Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye
Artırılan Sermaye

2.014,83
0,45
746,03
409,85

Değişim Oranı
ASLAN
BOLUC
UNYEC
MRDIN

Dağılım/Öz Sermaye	Artan Sermayeden Pay	Hisse Bazlı Değişim oranı
28%	114	1,56
30%	123	0,86
23%	95	0,77
19%	78	0,71

Birleşme Sonrası Referans Fiyat
a- Birleşme Öncesi Piyasa Değerleri Toplamı / Birleşme Sonrası ödenmiş Sermaye

Bugünkü Fiyatlarla Değişim Sonrası Hisse Ederi	Artış Potansiyeli
ADCIM	9,10
ASLAN	14,16
BOLUC	7,83
UNYEC	6,98
MRDIN	6,50

Adım 1:
Birleşme Oranı : Devralan Şirket Öz Sermayesi / (Devralan + Devrolunan Şirket Öz Sermayeleri)
Birleşme Oranı : 907,9 / (907,9+306,81+ 332,90+255,86+211,32)
Birleşme Oranı : 907,9 / 2.014,83
Birleşme Oranı : 0.45x
Adım 2:
Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye: Devralan Şirket Ödenmiş Sermayesi / Birleşme Oranı
Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye: 336.18 / 0,45
Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye: 746.03
Adım 3:
Birleşme Sonrası Sermaye Artırımı: Devralan Şirket Ödenmiş Yeni Sermayesi - Eski Sermayesi
Birleşme Sonrası Sermaye Artırımı: 746,03-336,18
Birleşme Sonrası Sermaye Artırımı: 409,85
Adım 4:
Artırılan Sermaye Dağılımı: (Devrolunan Şirket Öz Sermayesi / Devrolunan Şirketlerin Toplam Öz sermayesi) x Birleşme Sonrası Sermaye Artırımı
ASLAN =306,81/1.106x409,85=114
BOLUC =332,9/1.106x409,85=123
UNYEC =255,86/1.106x409,85=95
MRDIN =211,32/1.106x409,85=78
Adım 5:
Değişim Oranı Hesaplama: Artırılan Sermayeden Pay/ Devrolunan Şirketlerin Eski Ödenmiş Sermayesi
ASLAN =113.60 / 73.00=1.56
BOLUC =123.26/143.24=0.86
UNYEC =94.74/123.59=0.77
MRDIN =78.25/109.52=0.71
Adım 6:
Birleşme Sonrası Referans Fiyat: Birleşme Öncesi Piyasa Değerleri Toplamı / Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye
Birleşme Sonrası Referans Fiyat: Birleşme Öncesi Piyasa Değerleri Toplamı / Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye
Birleşme Sonrası Referans Fiyat: (1,611+3,265+649+661+602)/ 746.03
Birleşme Sonrası Referans Fiyat: 9,10TL
Adım 7:
Birleşme Sonrası Hisse Ederi: Değişim Oranı x Birleşme Sonrası Referans Fiyat
ADCIM = 9,10
ASLAN =1,56 x 9,10=14,16
BOLUC =0,86 x 9,10=7,83
UNYEC =0,77 x 9,10=6,98
MRDIN =0,71 x 9,10=6,50

18 Aralık 2019 Çarşamba

Hedef Değeri Yöntemi

Devralan Şirket	Klinker Kapasite ton/yıl	Piyasa Değeri mın TL	Net Borç mın TL	Hedef Değer @150\$ ~ 850TL ton/yıl	Defter Değeri (2019/09) mın TL	Ödenmiş Sermaye mın TL
ADCIM	3,00	1.611	-108,99	2.659	907,94	336,18
Devrolunan Şirketler	Klinker Kapasite ton/yıl	Piyasa Değeri mın TL	Net Borç mın TL	Hedef Değer ton/yıl	Defter Değeri (2019/09) mın TL	Ödenmiş Sermaye mın TL
ASLAN	1,20	3.265	293,13	727	306,81	73,00
BOLUC	2,50	649	298,86	1.826	332,90	143,24
UNYEC	1,50	661	2,98	1.272	255,86	123,59
MRDIN	2,00	602	-39,39	1.739	211,32	109,52

Toplam
Birleşme Oranı
Birtleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye
Artırılan Sermaye

8.223,41
0,32
1.039,70
703,52

Değişim Oranı

Dağılım/Hedef Değer	Artan Sermayeden Pay	Hisse Bazlı Değişim Oranı
13%	92	1,26
33%	231	1,61
23%	161	1,30
31%	220	2,01

Birleşme Sonrası Referans Fiyat

a- Birleşme Öncesi Piyasa Değerleri Toplamı / Birleşme Sonrası ödenmiş Sermaye

Bugünkü Fiyatlarla Değişim Sonrası Hisse Ederi	Artış Potansiyeli
ADCIM	6,53
ASLAN	8,22
BOLUC	10,52
UNYEC	8,50
MRDIN	13,11

Piyasa Değeri Yöntemi

Devralan Şirket	Klinker Kapasite ton/yıl	Piyasa Değeri mın TL	Net Borç mın TL	Hedef Değer @150\$ ~ 850TL ton/yıl	Defter Değeri (2019/09) mın TL	Ödenmiş Sermaye mın TL
ADCIM	3,00	1.611	-108,99	2.659	907,94	336,18
Devrolunan Şirketler	Klinker Kapasite ton/yıl	Piyasa Değeri mın TL	Net Borç mın TL	Hedef Değer ton/yıl	Defter Değeri (2019/09) mın TL	Ödenmiş Sermaye mın TL
ASLAN	1,20	3.265	293,13	727	306,81	73,00
BOLUC	2,50	649	298,86	1.826	332,90	143,24
UNYEC	1,50	661	2,98	1.272	255,86	123,59
MRDIN	2,00	602	-39,39	1.739	211,32	109,52

Toplam
Birleşme Oranı
Birtleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye
Artırılan Sermaye

6.788,40
0,24
1.416,23
1.080,05

Değişim Oranı	Dağılım/Piyasa Değeri	Artan Sermayeden Pay	Hisse Bazlı Değişim Oranı
ASLAN	63%	444	6,08
BOLUC	13%	88	0,62
UNYEC	13%	90	0,73
MRDIN	12%	82	0,75

Birleşme Sonrası Referans Fiyat

a- Birleşme Öncesi Piyasa Değerleri Toplamı / Birleşme Sonrası ödenmiş Sermaye

Bugünkü Fiyatlarla Değişim Sonrası Hisse Ederi	Artış Potansiyeli
ADCIM	4,79
ASLAN	29,13
BOLUC	2,95
UNYEC	3,48
MRDIN	3,58

18 Aralık 2019 Çarşamba

Sonuç olarak;

- Yukarıda üç yöntemle göre ulaşılan değerler ağırlıklandırılarak birleşme sonrası hedef değerler ve birleşmeye konu olan şirketlerdeki artış potansiyelleri sonucunda;

Dağılım Oranları	Özkaynak Yöntemi	Hedef Değeri Yöntemi	Piyasa Değeri Yöntemi
	10%	80%	10%
ADCIM	1,0	1,0	1,0
ASLAN	1,56	1,26	6,08
BOLUC	0,86	1,61	0,62
UNYEC	0,77	1,30	0,73
MRDİN	0,71	2,01	0,75

Nihayi Değişim Oranı
1,00
1,77
1,44
1,19
1,75

Birleşme Sonrası Referans Fiyat

a- Birleşme Öncesi Piyasa Değerleri Toplamı / Birleşme Sonrası Ödenmiş Sermaye (Hedef Değere Göre)

Bugünkü Fiyatlarla Değişim Sonrası Hisse Ederi	Artış Potansiyeli
ADCIM	6,53
ASLAN	11,56
BOLUC	9,38
UNYEC	7,77
MRDİN	11,44

- Yukarıda yapılan çalışma sonucunda **bünyesine diğer şirketleri katarak altında birleşilen şirketin, yaratılan sinerji ile önemli bir kazanç sağlayacağı, mevcut senaryoların hiçbirinde Aslan Çimento ile ilgili artış potansiyeli oluşmadığı** görülmüştür.

Konunun birleşme işlemi ve bununla alakalı senaryolarının yanında önemli nitelikteki bir işlem olması nedeniyle oluşacak ortaklıktan ayrılma hakkı ve benzeri hususlar çalışmamızın kapsamı dışında tutulmuştur. Bu noktada hatırlatmak isteriz ki ayrılma hakkında halka açık şirketlerde ayrılma hakkı fiyatının belirlenmesinde süreç ile ilgili yönetim kurulu kararı alınmadan önceki son 30 günlük piyasa fiyatlamaları dikkate alınmaktadır.

Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji

Sezai ŞAKLAROĞLU, ACIFE

Genel Müdür Yardımcısı - Hisse Senedi Strateji, SGMK

Selahattin AYDIN	Müdür	Cam, Çimento, Demir Çelik, Taahhüt, Küçük ve Orta Ölçekli Şirketler
Mehtap İLBİ	Müdür Yardımcısı	Savunma, Havacılık, Perakende, Gıda-İçecek, Beyaz Eşya, Otomotiv, Enerji, Telekomünikasyon
Tuğba SAYGIN AKCA	Müdür Yardımcısı	Bankacılık, Sigortacılık, GYO, Holdingler
Nazlıcan ŞAHAN ŞAVUR	Analist	Makro Ekonomi, Strateji, SGMK
Ekin Cem EKE	Analist	Kantitatif Analiz
Hakan ŞAHİNDAL	Analist	Veri Tabanı

Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No:18 Park Maya Sitesi F-2/A Blok
Beşiktaş 34335 İSTANBUL
+90 212 352 35 77

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.