



Rafineri Holding A.Ş. Değerleme Raporu

Bu doküman Rafineri Holding A.Ş.'ye ilişkin 5 Ocak 2018 tarihli İngilizce olarak düzenlenmiş olan orijinal değerleme raporunun yönetici özeti kısmının Türkçe çevirisini kapsamaktadır. Bu doküman ile orijinal İngilizce rapor arasında çelişme olması halinde, orijinal İngilizce rapor dikkate alınmalıdır.

Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
Maslak Mah., Eski Büyükdere Cad.
Socar Bosphorus Plaza
Sarıyer, İstanbul
34396
Türkiye

DRT Kurumsal Finans

Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Deloitte Values House
Maslak No1
34398 İstanbul
Tel: +90 (212) 366 60 00
www.deloitte.com.tr

08/01/2018

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Değerleme çalışmasını içeren nihai raporumuz görüşlerinize sunulmuştur.

Bu rapor, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Petkim Petrokimya Holding A.Ş. ("Petkim") yönetiminin talebi üzerine SPK mevzuatı gereğince grup içi hisse alım satımı kapsamında Rafineri Holding A.Ş.'nin ("Rafineri Holding") %100 hissesinin 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tespit edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Bu rapor, Deloitte ve Petkim arasında 29 Aralık 2017 tarihinde imzalanan Hizmet Sözleşmesi'nde yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması, Sözleşme'de belirtilen hizmetlerin kapsamına uygun olarak SOCAR Turkey Enerji A.Ş. ("SOCAR Turkey Enerji"), Petkim ve STAR Rafineri A.Ş. ("STAR Rafineri") yönetimleri tarafından paylaşılan operasyonel öngörüler ve varsayımlar baz alınarak hazırlanmıştır. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmayacaktır.

Bu rapor, Sözleşme kapsamında, Petkim yönetimi için hazırlanmıştır. Petkim yönetimine teslim edilen raporun mülkiyeti münhasıran ve sadece Petkim'e ait olacaktır. Petkim, Deloitte'un önceden alınmış yazılı izni olmaksızın değerleme raporunu yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin dışında kalan üçüncü kişilere açıklayamaz. Deloitte, Petkim'in raporu paylaşacağı üçüncü kişilerin, rapora dayalı alacakları kararlardan ve bu kararların sonuçlarından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Saygılarımızla,

Gökhan Altun

Ortak

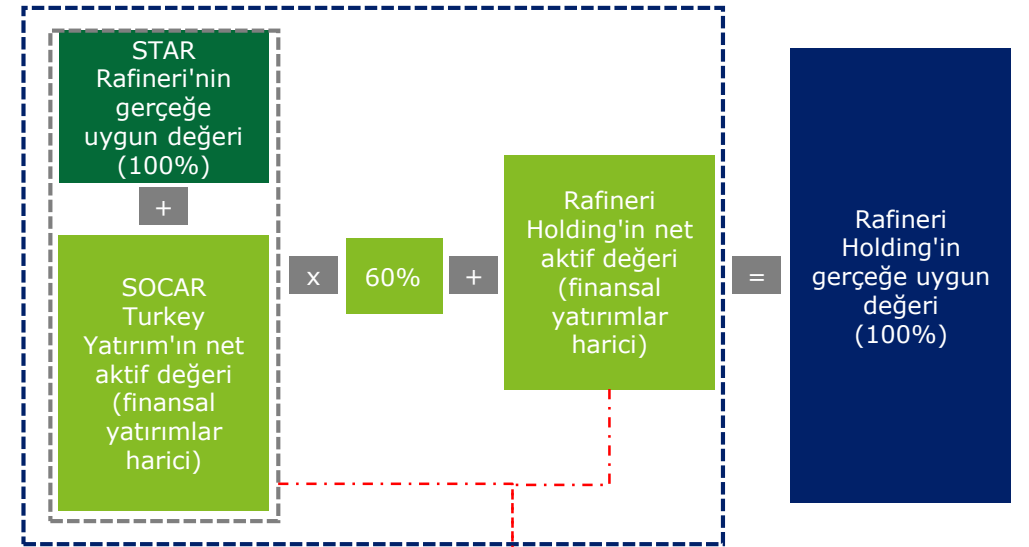
DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED Üye Şirketi

Yönetici Özeti| Amaç ve Kapsam

- Rafineri Holding'in iştiraki olarak faaliyet göstermekte olan STAR Rafineri, 10 Eylül 2008 tarihinde İzmir Aliğa'da bulunan Petkim Petrokimya Kompleksi'nin yanına yeni bir petrol rafinerisi inşa etmek ve işletmek amacı ile kurulmuştur. 25 Ekim 2011'de temeli atılan STAR Rafineri'nin 1 Eylül 2018'de üretime başlaması hedeflenmektedir. Türkiye'nin en büyük 2. petrol rafinerisi olması beklenen STAR Rafineri, Türkiye'de tek noktaya yapılan en büyük yabancı doğrudan yatırım niteliğindedir.
- Petkim yönetiminden alınan bilgiye göre, Petkim, 31 Aralık 2018 tarihinde Rafineri Holding'in %30 hissesini Rafineri Holding'in hakim hissedarı konumunda olan SOCAR Turkey Enerji'den satın almayı planlamaktadır.
- Bu rapor, Deloitte tarafından Petkim yönetiminin talebi üzerine 3 Aralık 2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de SPK tarafından yayımlanmış olan Kurumsal Yönetim Tebliği'nde yer alan maddelere uygun olarak, yukarıda belirtilen işlem kapsamında Rafineri Holding'in 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tespit edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.
- STAR Rafineri değerlendirme çalışmasında kullanılan operasyonel varsayımlar ve değerlendirme girdileri raporlama tarihi itibarıyla en güncel verilere dayanmaktadır. Ancak, değerlendirme tarihinin, aynı zamanda planlanan işlem tarihinin, gelecekte olmasından dolayı işlem tarihinde bu verilerde gerçekleşecek değişiklikler doğrultusunda değerlendirme çalışmasının güncellenmesi gerekecektir.
- Gerçeğe uygun değer tanımı "piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat " olarak kabul edilmiştir. Yukarıdaki tanımdan anlaşıldığı üzere, gerçeğe uygun değer, değerlendirme konusu hisselerin serbest piyasadaki olası alış-satış fiyatına her zaman eşit olmayabilir.

- Raporlama tarihi itibarıyla, STAR Rafineri, SOCAR Turkey Yatırım A.Ş.'nin ("SOCAR Turkey Yatırım") yüzde yüz iştiraki konumundadır. SOCAR Turkey Yatırım'ın %60 ve %40 hissesi ise sırasıyla Rafineri Holding ve Azerbaycan Sanayi ve Enerji Bakanlığı'na aittir. Rafineri Holding'in %30 hissesinin 31 Aralık 2018 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değeri, STAR Rafineri değerlendirme sonuçları baz alınarak aşağıda yer alan formülasyona göre hesaplanmıştır.



- SOCAR Turkey Enerji yönetimi, Rafineri Holding ve SOCAR Turkey Yatırım'ın özel amaçlı kurumlar niteliğinde olduğunu ve kendilerine ait operasyonlarının bulunmadığı bilgisini paylaşmıştır. Değerleme çalışması kapsamında, SOCAR Turkey Yatırım'ın net aktif değeri (finansal yatırımlar harici) ve Rafineri Holding'in net aktif değeri (finansal yatırımlar harici) sıfır olarak kabul edilmiştir. SOCAR Turkey Yatırım ve Rafineri Holding'in belirtilen işlem tarihindeki varlık ve yükümlülüklerinin gerçeğe uygun değeri, işlem fiyatı belirlenirken dikkate alınmalıdır.

Yönetici Özeti | Değerleme Sonuçları

Değerleme sonuçları

ABD\$'m	Ağırlık	Baz	Düşük	Yüksek
Gelir yaklaşımı	75.0%	4,625.3	4,013.7	5,533.4
İndirgenmiş nakit akımı yöntemi	100.0%	4,625.3	4,013.7	5,533.4
Piyasa yaklaşımı	25.0%	5,657.9	3,859.3	7,456.4
Benzer şirketler yöntemi	50.0%	3,859.3	3,859.3	3,859.3
Benzer işlemler yöntemi	50.0%	7,456.4	7,456.4	7,456.4
STAR Rafineri özsermaye değeri (%100)		4,883.0	3,975.0	6,014.0
Rafineri Holding özsermaye değeri (%100)		2,929.8	2,385.0	3,608.4
Rafineri Holding özsermaye değeri (%30) (azınlık isk. öncesi)		878.9	715.5	1,082.5
Azınlık iskontosu (%15)		(131.8)	(107.3)	(162.4)
Rafineri Holding özsermaye değeri (%30) (azınlık isk. sonrası)		747.1	608.2	920.1

Değerleme Yöntemleri

- STAR Rafineri değerleme çalışmasında gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı kullanılmıştır.
- Gelir yaklaşımı kapsamında, İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") yöntemi kullanılmıştır. İNA yöntemi, bir şirketin gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirilmesine dayanır.
- Piyasa yaklaşımı kapsamında, benzer şirketler ve benzer işlemler yöntemi kullanılmıştır. Benzer şirketler ve benzer işlemler kullanılarak hesaplanan ortalama ŞD/FAVÖK çarpanları STAR Rafineri'nin ilgili yıllardaki FAVÖK değerlerine uygulanmıştır.
- Hammadde maliyeti ve petrol ürünleri satış fiyatı projeksiyonlarındaki değişimlerin sonucu olarak projeksiyon döneminde STAR Rafineri FAVÖK değerleri dalgalı bir seyir izlemektedir. Piyasa yaklaşımında, yüksek ve düşük FAVÖK değerlerini de içeren daha geniş bir zamanı kapsayacak şekilde STAR Rafineri'nin 2019, 2020 ve 2021 FAVÖK değerlerine, ortalama ŞD/FAVÖK çarpanları uygulanmıştır. Yukarıda sunulan piyasa yaklaşımı sonuçları, 2019, 2020 ve 2021 yıllarının ortalamalarını yansıtmaktadır.

- Piyasa yaklaşımı, gelir yaklaşımına kıyasla daha geniş bir değerlendirme aralığını kapsamaktadır. Benzer işlemler yöntemi kapsamında kullanılan ŞD/FAVÖK çarpanının olası sinerji etkilerini de içermesi sebebiyle, benzer şirketler yönteminde kullanılan ŞD/FAVÖK çarpanına göre daha yüksek olması bu durumun en önemli sebebidir.
- Gelir yaklaşımının, henüz operasyonel olmayan STAR Rafineri'nin nakit akım projeksiyonlarını piyasa yaklaşımına nazaran daha iyi yansıtmaması ve piyasa yaklaşımının oldukça geniş bir değerlendirme aralığını kapsamamasından dolayı, değerlendirme çalışmasında, gelir yaklaşımına piyasa yaklaşımına göre daha yüksek ağırlık verilmesi uygun bulunmuştur.
- Mevzuat veya yasal kısıtlamalar göz önünde bulundurulduğunda söz konusu varlıkla büyük ölçüde aynı faydaya sahip bir varlığın kısa bir süre içerisinde yeniden yaratılmasının mümkün olmaması sebebiyle, değerlendirme çalışmasında maliyet yaklaşımına ağırlık verilmemiştir.

Değerleme Sonuçları

- Gelir ve piyasa yaklaşımları uygulanarak elde edilen değerlendirme sonuçlarına göre STAR Rafineri'nin %100 hissesinin 31 Aralık 2018 itibarıyla gerçeğe uygun değerinin **4 milyar ABD Doları** ile **6 milyar ABD Doları** aralığında olduğunu tahmin edilmiştir.
- Bu hesaplama baz alınarak, Rafineri Holding'in %30 hissesinin 31 Aralık 2018 itibarıyla gerçeğe uygun değerinin ise **608 milyon ABD Doları** ile **920 milyon ABD Doları** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.
- Rafineri Holding'in %30 hissesinin gerçeğe uygun değeri hesaplanırken %15 azınlık iskontosu uygulanmıştır. Azınlık iskontosu, azınlık pay sahiplerinin şirket operasyonları ve politikası üzerinde sahip olabileceği kontrol durumu ile ilgilidir. Azınlık hissedarları, şirket yönetim kurulu üzerinde kontrol sahibi olamazlar ve varlıkların satın alımı, satışı veya tasfiyesi gibi kararları veto edemezler. Belirtilen bu sebeplerden dolayı, kontrol gücü olmayan bir hisseyi değerlendirirken azınlık iskontosu uygulanmaktadır.

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL ("Deloitte Global" olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirkettir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150'den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte'un 225.000'i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, "Deloitte Network" olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.