

Limak Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Değerleme Danışmanlık Raporu

Sınırlı Sorumluluk İçermektedir

22 Ocak 2024

**Ernst Young Kurumsal Finansman
Danışmanlık A.Ş.**

Orjin Maslak Plaza, Maslak Mahallesi,
Eski Büyükdere Caddesi No:27
Sarıyer / İstanbul – Türkiye

www.ey.com

İnciser Olguner Arıkoç

Ortak

Tel: +90 212 408 55 70

Email: inciser.olguner@tr.ey.com

Yener Aydın

Ortak

Tel: +90 212 408 55 70

Email: yener.aydin@tr.ey.com

Dilara Özbay

Müdür

Tel: +90 212 430 30 00

Email: dilara.ozbay@tr.ey.com

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

22 Ocak 2024

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'nun dikkatine,

10 Ocak 2024 tarihli hizmet sözleşmemiz çerçevesinde Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Doğu Anadolu Çimento" veya "Müşteri" veya "Devralan Şirket")'ne Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Limak Çimento", "Devreden Şirket") ile yapılacak grup içi devir işleminde kullanılmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın Seri:III No:62.1 tebliğinde tanımlanan değerlendirme standartları çerçevesinde Limak Ergani Çimento Fabrikası ("Limak Ergani Fabrikası", veya "Fabrika")'nın, 30 Eylül 2023 ("Değerleme tarihi") itibarıyla piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik olarak hazırlamış olduğumuz Değerleme Danışmanlık Raporu ("Rapor")'nu sunmaktan mutluluk duymaktayız. Bu Rapor'un amacı ("Amaç"), Limak Ergani Fabrikası'nın piyasa değerinin belirlenmesinde Yönetim Kurulu'nuzaya yardımcı olmaktır. Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Yönetim Kurulu'nuzun karar vermesinde yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Çalışmamız Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Değerleme danışmanlık çalışması Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında yürütülmüş olup ilgili standartlara uygun olarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışması Limak Çimento Yönetimi tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile Limak Ergani Fabrikası'na ait Vergi Usul Kanunu ("VUK")'na uygun olarak yönetim finansal raporlaması formatında hazırlanmış 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli şube mali tablolarının ve yine Limak Çimento tarafından hazırlanan ileriye dönük uzun vadeli iş planlarının incelenmesini, Fabrika'nın mevcut performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin tartışılmasını kapsamaktadır. Değerleme çalışmasında, Limak Çimento Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanan mali tabloların ve finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Fabrika'nın tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Bu Rapor, talebiniz üzerine, sadece birinci paragrafta belirtilen Amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. ("EY Türkiye"), Müşteri Yönetimi dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bu Rapor'un dağıtımı, Müşteri Yönetimi ve hukuki olarak gerekli olması halinde diğer ilgili düzenleyici kurumlar ile sınırlandırılmıştır ve hiçbir şekilde EY'nin önceden yazılı rızası ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtılamaz.

Bu kısıtlamaya rağmen Raporumuz muhtemel kredi kurumlarına, yatırımcılara veya diğer ilgili şahıslara açıklanır, bu şahıslar herhangi bir karar verirken veya yatırım yaparken Raporumuza güvenmemelidir; aksi halde EY, Müşteri Yönetimleri dışında hiçbir kuruma karşı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu kısıtlamaya rağmen Raporumuz muhtemel kredi kurumlarına, yatırımcılara veya diğer ilgili şahıslara açıklanır, bu şahıslar herhangi bir karar verirken veya yatırım yaparken Raporumuza güvenmemelidir; aksi halde EY, Müşteri Yönetimleri dışında hiçbir kuruma karşı sorumluluk kabul etmemektedir.

Bu Değerleme Danışmanlık Rapor'u, ilişkikteki "Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar"a tabidir.

Saygılarımızla,

İnciser Olguner Arıkoç
Ortak,

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.

Yener Aydın
Ortak,

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.

İçindekiler

1	Çalışmanın Amacı ve Kapsamı	4
2	Yönetici Özeti	8
3	Değerleme Yöntemleri	12
4	Değerleme Sonuçları	17
5	Ekler	20

1

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Çalışmanın Amacı ve Değerleme Tarihi

- Anlayışımıza göre, Müşteri Yönetimi, grup içi bir devir işlemi kapsamında kullanılmak amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın Seri:III No:62.1 tebliğinde tanımlanan değerlendirme standartları çerçevesinde Limak Ergani Fabrikası'na ilişkin bir değerlendirme çalışmasına ihtiyaç duymaktadır.
- Bu ihtiyaç doğrultusunda, Limak Ergani Fabrikası'nın 30 Eylül 2023 itibarıyla piyasa değerinin tespit edilmesine yönelik Değerleme Danışmanlık Raporu'nu hazırlamış bulunmaktayız.
- Limak Ergani Fabrikası, Limak Çimento bünyesinde bağımsız bir iş kolu olup, operasyonel ve finansal raporlamalarda şube olarak takip edilmektedir. Rapor kapsamında hisse değeri, Limak Ergani Fabrikası'nın iş kolu değerini ifade etmektedir.

Çalışmanın Kapsamı

- Değerleme çalışması, Limak Çimento Yönetimi tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli Fabrika'ya ait VUK standartları ile uyumlu yönetim finansal raporlaması formatında hazırlanmış şube mali tablolarının ve yine Limak Çimento Yönetimi tarafından hazırlanan ileriye dönük uzun vadeli iş planlarının incelenmesini, Fabrika'nın mevcut performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin tartışılmasını, ve belirtilen Amaç doğrultusunda bu bilgiler esas alınarak değerlendirme tarihi itibarıyla Fabrika'nın hisse değerinin tespit edilmesini kapsamaktadır. Değerlemeye konu Fabrika'ya ilişkin bilgiler sayfa 12 ve 13'te sunulmaktadır.
- Değerleme çalışması kapsamında, SPK'nın değerlendirme standartlarına ilişkin esasları belirlediği ve Uluslararası Değerleme Standardı ile uyumlu Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) esas alınmıştır. UDS1'e göre piyasa değeri,
"Bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirinden bağımsız istekli bir alıcıyla 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 değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır."
- Değerleme çalışması, Limak Ergani Fabrikası'nın operasyonel durumu dikkate alınarak, Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Yöntemi ve Piyasa Yaklaşımı kapsamında Benzer Şirketler Yöntemi kullanılarak hazırlanmıştır. Piyasa Yaklaşımı kapsamında kullanılmak üzere benzer işlemler çarpanları da göz önünde bulundurulmuştur; ancak ilgili halka açık işlemlere konu olan şirketlerin Limak Ergani Fabrikası'nın mevcut operasyonel yapısını tam olarak yansıtmaması ve halka açık bilgisi olan işlem sayısının yeterli olmaması nedenleriyle, Benzer İşlemler Yöntemi değerlendirme çalışması kapsamında dikkate alınmamıştır.
- Değerleme çalışmalarında, Limak Çimento Yönetimi tarafından Fabrika'ya ilişkin tarafımıza sağlanan mali tabloların ve finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Fabrika'nın tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Ayrıca, Limak Çimento Yönetim tarafından sağlanan geleceğe yönelik tahminler için gerekli makuliyet testleri yapılmış olmakla birlikte bu öngörülerin gerçekleştirilebilirliği ile ilgili EY tarafından güvence verilmemektedir.

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Sermaye Piyasası Kurulunun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar bölümünde yer almakta olan aşağıdaki koşulları sağladığımızı,

- Bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğunu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip bulunduğunu,
- Ayrıca sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirme hizmeti veren bağımsız denetim kuruluşları, bağımsız denetimini üstlendikleri müşterilerine aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini ve değerlendirme çalışmasını talep eden müşteri ile değerlendirme yapacak kuruluş arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmadığını beyan ederiz.

Bu Rapor, SPK Karar Organı'nın 3 Ekim 2019 tarih ve 55/1294 sayılı kararı ile yayınlanmış olan ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından hazırlanan "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemeleri İçin Hazırlanan Raporlarda Bulunması Gereken Asgari Hususlar" kapsamında hazırlanmıştır.

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Proje Ekibi

Uzman Kuruluş Raporu hazırlanması kapsamında İnciser Olguner Arıkoç liderliğinde yürütülmüş olup 3'ü yönetici olmak üzere projede toplam 5 kişi çalışmıştır. Proje ekibinde yer alan Ortak Yener Aydın Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansını elinde bulundurmakta olup belge numarası 205547'dur. Yener Aydın'ın Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 lisansları, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu A.Ş.'nin Kamuya Açık Lisans Sorgulama bölümünden doğrulanabilir.

- İnciser Olguner Arıkoç, 2000 yılında EY Türkiye'ye katılmış olup, 2003 yılında katıldığı Strateji ve Kurumsal Finansman Hizmetleri Bölümü'nde Ortak olarak görevini sürdürmektedir.
- Yener Aydın, 2012 yılında EY Strateji ve Kurumsal Finansman Hizmetleri Bölümü'ne katılmış olup Ortak olarak görevini sürdürmektedir.

Müşteri İlişkisi

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş., Doğu Anadolu Çimento, Limak Çimento ve grup şirketlerine son üç yıl içerisinde değerlendirme danışmanlık hizmeti sağlamamıştır.

Bağımsızlık Beyanı

EY bünyesinde bu projede çalışmış olan proje ekibi Doğu Anadolu Çimento veya değerlemeye konu Fabrika'nın bölünme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. EY'ın Uzman Kuruluş Raporu için alacağı ücret bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. EY'ın, Doğu Anadolu Çimento ve Müşteri'ye ait bağlı ortaklıklar ve iştirakleri ile doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Hazırlamış olduğumuz değerlendirme danışmanlık çalışmasında yer alan proje ekibi gerekli tüm teknik yeterliliğe, deneyime ve bilgiye sahiptir, gerekli mesleki özeni göstermiştir ve proje ekibimiz tüm bağımsızlık ilkelerine uyduğunu beyan etmektedir.

Projenin planlanması, değerlendirilmesi ve sonuçlandırılması aşamalarında proje ekibimiz proje kapsamında hizmet vermekte olduğumuz Müşteri'nin ortaklarına ve paydaşlarına zarar verecek davranışlardan özenle kaçınmıştır.

Çalışmalarımızda, Limak Çimento Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Fabrika'nın tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Ayrıca çalışma sonuçlarının adil ve makul bir zeminde hazırlanabilmesi adına Limak Çimento Yönetimi'nden temin edilen bilgiler sorgulanmış ve belirli makuliyet testleri uygulanmıştır. Gerekli olduğu durumlarda Limak Çimento Yönetimi ile görüşülerek uygulanan revizeleri içeren veriler çalışmalarımızda dikkate alınmıştır.

2

Yönetici Özeti

Ağırlıklandırılmış Ortalama Değerleme Sonuçları

Ağırlıklandırılmış Ortalama Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi ve Piyasa Yaklaşımı kapsamında Benzer Şirketler Yöntemi kullanılmıştır.

İNA Yöntemi ile duyarlılık analizleri sonucunda Fabrika'nın 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla hisse değeri 2.824 milyon TL ile 3.285 milyon TL arasında olmak üzere **merkez değeri 3.035 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

İNA Yöntemi ve Benzer Şirketler Yöntemi'ne göre hesaplanan hisse değerleri %50 - %50 ağırlıklandırılarak Fabrika'nın 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla **ağırlıklandırılmış hisse değeri 3.065 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Değerleme Sonuçları

İNA Yöntemi (%50 Ağırlık)		Benzer Şirketler Yöntemi (%50 Ağırlık)	
ŞD/FAVÖK	Hisse Değeri (%100)	ŞD/FAVÖK	Hisse Değeri (%100)
10,0x	3.035 mn TL	10,2x	3.096 mn TL
Ağırlıklandırılmış %100 Hisse Değeri			
3.065 mn TL			

Ağırlıklı ortalama değerlendirme sonuçlarına ilişkin detaylar aşağıda sunulmuştur.

TL '000	Ağırlık	ŞD/FAVÖK	Şirket Değeri	Net Borç	Hisse Değeri
Gelir Yaklaşımı - İNA Yöntemi	%50,0	10,0x	3.082.942	(47.720)	3.035.222
Piyasa Yaklaşımı - Benzer Şirketler Yöntemi	%50,0	10,2x	3.143.305	(47.720)	3.095.585
Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri	%100,0				3.065.403

Değerleme Yöntemleri	Verilen Ağırlık	Yöntemin Seçilme Gerekçesi
Gelir Yaklaşımı-İNA Yöntemi	%50	Fabrika'nın öngörülebilir iş planları oluşturabilecek olgunlukta olması ve Limak Çimento Yönetimi'nin mevcut stratejisini ve bu çerçevede Fabrika'nın geleceğe dair nakit akımı potansiyelini yansıtmaya sebebiyle İNA Yöntemi %50 oranında ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır. İNA Yöntemi kapsamında Limak Çimento Yönetimi tarafından sağlanan bilgiler esas alınmıştır.
Piyasa Yaklaşımı-Benzer Şirketler Yöntemi	%50	Benzer Şirketler Yöntemi'nde, Fabrika'nın değerini belirlemek için aynı sektörde benzer operasyonel yapılara sahip halka açık emsal şirketler seçilip ilgili şirketlerin değerlendirme çarpanları kullanılmaktadır. Değerlemeye konu Fabrika'ya benzer operasyonel ve finansal yapıya sahip halka açık şirketler bulunması ve karlılık performanslarının güncel piyasa koşullarından benzer şekilde etkilenmesi sebebiyle uygun değerlendirme çarpanı olarak Şirket Değeri (ŞD)/ FAVÖK dikkate alınmıştır. Ancak, emsal şirketlerin farklı iş kollarının bulunması, ihracat satışlarına ve farklı maliyet yapılarına sahip olması vb. sebeplerle değerlemeye konu Fabrika'nın operasyonlarına tam anlamıyla paralellik göstermediği sonucuna ulaşılmıştır. Buna ek olarak, değerlendirme tarihi itibarıyla, ilgili sektördeki halka açık şirketlerin piyasa değerlerinde önemli ölçüde dalgalanmalar yaşandığı göz önünde bulundurularak, değerlendirme çarpanları üzerinde etkili olabilecek unsurları dikkate almak için Piyasa Yaklaşımı'na %50 ağırlık verilmiştir.

Değerleme Sonuçları – İNA Yöntemi

İNA Yöntemi Değerleme Sonucu

İNA Yöntemi ile duyarlılık analizleri sonucunda Fabrika'nın 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla hisse değeri 2.824 milyon TL ile 3.285 milyon TL arasında olmak üzere **merkez değeri 3.035 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Değeri* (%100)

2.824 mn TL

3.035 mn TL

3.285 mn TL

*Hisse değeri aralığı belirlenirken İNA Yöntemi sonuçlarına göre duyarlılık analizi tablosundaki en düşük ve en yüksek değerlerin kesişimi dikkate alınmıştır.

AOSM

%57,8 - %19,2

Projeksiyon Dönemi Boyunca

Devam Eden Büyüme Oranı

%12,0

Uzun dönem TL enflasyon oranı

Duyarlılık Analizleri

TL'000		AOSM Değişimi			
Devam Eden Büyüme Oranı Değişimi		-%0,50	%0,00	%0,50	
	%0,50	3.285.041	3.067.610	2.878.586	
	%0,00	3.246.790	3.035.222	2.850.893	
	-%0,50	3.209.787	3.003.819	2.823.988	

Kaynak: EY Analizi

TL'000		AOSM Değişimi			
FAVÖK Marjı Değişimi		-%0,50	%0,00	%0,50	
	%0,50	3.272.001	3.058.353	2.872.220	
	%0,00	3.246.790	3.035.222	2.850.893	
	-%0,50	3.221.578	3.012.090	2.829.565	

Kaynak: EY Analizi

TL'000		Kurumlar Vergisi Oranı Etkisi**		
Hisse Değeri		%0,00	-%2,00	
		3.035.222	3.045.567	

Kaynak: EY Analizi

**Payları Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (belirli finansal kuruluşlar hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanmakta olup, Fabrika'nın Doğu Anadolu Çimento tarafından satın alınması durumunda ilgili indirimden yararlanması beklenmektedir. Buna ilişkin olarak İNA Yöntemi ile hesaplanan hisse değerinin kurumlar vergisi oranındaki değişime göre hazırlanan duyarlılık analizi sonuçları soldaki tabloda sunulmaktadır. Analiz, uygulamaya paralel olarak indirimin yalnızca 5 yıllık projeksiyon dönemini kapsayacağını dikkate almaktadır.

Değerleme Sonuçları – Benzer Şirketler Yöntemi

Benzer Şirketler Yöntemi Değerleme Sonucu

Benzer Şirketler Yöntemi'ne göre, Fabrika'nın 30 Eylül 2023 itibarıyla hisse değeri **3.096 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Değeri (%100)

3.096 mn TL

30 Eylül 2023 itibarıyla

FAVÖK Çarpanı

10,2x

Emsal şirketlerin 12 Ocak 2024 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşan son 3 aylık günlük hacim ağırlıklı ortalama piyasa değerleri ve 30 Eylül 2023 tarihli düzeltilmiş net borç *** ve 30 Eylül 2023 itibarıyla son 12 aylık düzeltilmiş FAVÖK *** tutarlarına göre hesaplanmıştır.

TL '000	30 Eylül 2023
Şirket Değeri / Düzeltilmiş FAVÖK	10,2x
Düzeltilmiş FAVÖK 30 Eylül 2023 (Son 12 Ay)*	307.268
Şirket Değeri	3.143.305
Net Borç	(47.720)
Hisse Değeri (%100,0)	3.095.585

Kaynak: EY Analizi

* Fabrika'nın 30.09.2023 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK düzeltmesinin detayları Ek-II'de sunulmuştur.

Emsal Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri*	ŞD/ Düzeltilmiş FAVÖK**	Düzeltilmiş FAVÖK Marjı**	NİS / Satışlar**	Yatırım Harcamaları / Satışlar**
Afyon Çimento Sanayi Türk A.Ş.	Türkiye	5.090	8,0x	%32,0	%24,8	%6,5
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	29.368	9,1x	%22,5	%8,1	%3,9
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	30.837	12,9x	%21,3	%24,6	%7,8
Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	5.009	6,2x	%22,9	%13,6	%4,2
Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	Türkiye	48.208	15,0x	%30,1	%12,9	%8,1
OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.	Türkiye	74.381	11,3x	%31,1	%12,0	%8,2
Medyan			10,2x	%26,5	%13,3	%7,2

Kaynak: Capital IQ, KAP

*12 Ocak 2024 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşan son 3 aylık günlük hacim ağırlıklı ortalama piyasa değerlerini yansıtmaktadır.

**30 Eylül 2023 itibarıyla

***Benzer Şirketler Yöntemi kapsamında dikkate alınan tüm şirketlerde mevcut olması durumunda TFRS 16 Kiralama Standartlarına ilişkin düzeltme yapılmıştır. 1 Ocak 2019 tarihinde yürürlüğe giren bu standart doğrultusunda belirli kiralama giderleri, bilançoda Kullanım Hakkı Varlığı ve Kiralama Yükümlülüğü olarak dikkate alınmakta olup, Gelir tablosuna finansal gider ve amortisman olarak etki etmektedir. Gelir ve Piyasa Yaklaşımlarında baz alınan FAVÖK hesaplamalarını doğru yansıtabilmek adına TFRS 16 kapsamında değerlendirilen kiralama giderleri operasyonel bir gider olarak değerlendirilip FAVÖK hesaplamasından düşülerek Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmıştır. Benzer şekilde net borçluluk hesaplanırken ilgili varlık ve yükümlülükler dikkate alınmamıştır.

Fabrika'nın piyasa değeri Benzer Şirketler Yöntemi kullanılarak hesaplanmış olup hesaplamada Türkiye'de faaliyet gösteren ve Fabrika ile benzer operasyonel ve finansal göstergelere sahip şirketler dikkate alınmıştır. Emsal yabancı şirketler ise bu çalışma kapsamına dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın tercih edilmesinde makroekonomik, sektör ve finansal piyasa koşullarında yurt içi ve yurt dışında gösteren farklı eğilimler rol oynamıştır. Bunlara örnek olarak, yerli emsal şirketlerin piyasa değerleri ve değerleme çarpanlarının yurt dışından belirgin biçimde ayrışması, sektör maliyetlerini önemli ölçüde etkileyen döviz kurunda görülen dalgalanma ve arz-talep dinamiklerinde yurt dışına kıyasla gözlemlenen farklılıklar gösterilebilir.

3

Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

Kısaltmalar:

AOSM Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi

İNA yöntemi bir işletmenin özsermayesinin değerini, işletmenin tahmini toplam değerinden faaliyetlerini finanse etmek amacıyla kullanılan borçların piyasa değerini çıkarmak yoluyla tahmin eder.

İşletmenin toplam değeri aşağıdaki temel unsurlardan oluşur:

- Tahmin yapılan döneme ait şirket faaliyetlerinden sağlanan nakit akımlarının bugünkü değeri ile faaliyetler için zorunlu olmayan diğer aktiflerin ve menkul kıymetlerin değeri toplamı.
- Tahmin yapılan dönem sonrasında faaliyetler ile ilişkilendirilebilen işin bugünkü değerini ifade eden tahmini bir “devam eden değer”.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akımı, faaliyetler ile ilgili nakit girişleri ile ödenecek nakit vergiler için tahsis edilmiş nakit çıkışları arasındaki farka eşittir. Nakit çıkışları, şirket stratejilerini desteklemek için gerekli olan işletme sermayesini ve sabit kıymet yatırımlarını da içermelidir. Vergi sonrası net nakit akımı, borçları ve hissedarlara kar paylarını ödemek (veya gelecekte işletmenin faaliyetlerine tekrar yatırım yapmak) için mevcut olan nakit değerleri ifade eder.

Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

Gelecekteki nakit akımları sabit hızla büyüyen bir daimi gelir (sonsuz kadar her sene aynı hızda artarak devam eden nakit akımları) olarak değerlendirilebilir. Böyle bir daimi gelirin değeri (yani, işletmenin projeksiyonu yapılan dönem sonundaki değeri), sonsuz kadar süreceği beklenen yıllık nakit akımının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine bölünmesi suretiyle hesaplanır:

Devam eden değer =

Bu şekilde hesaplanan devam eden değer, normal yöntemle bugünkü değere indirgenir.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi

Kısaltmalar:

D	borç
E	özsermaye
K_e	özsermaye maliyeti
K_d	vergi sonrası borçlanma maliyeti
R_f	risksiz getiri oranı
β	beta
P_m	sermaye piyasası risk primi

İskonto Oranı

İskonto oranı, belirli bir iş ya da projeye yapılan yatırımdan beklenen getiriyi ifade etmektedir. Bu oran, riskten arındırılmış bir yatırımdan beklenen normal getiriye ek olarak yatırımcıların beklediği risk primi de hesaba katılarak, bir iş ya da projenin gelecekteki nakit akımlarına uygulanır. İNA hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ("AOSM") dayandırılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, hissedarların elde etmeyi bekledikleri özsermaye getiri oranı ile tipik borçlanma maliyeti olan şirkete borç verenlerin elde ettikleri getirinin bileşik getirisidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$AOSM = \frac{E}{E + D} * k_e + \frac{D}{E + D} * k_d$$

Değerleme tarihi itibarıyla yüksek seyreden enflasyon oranının bağımsız üçüncü taraf kurumların yapmış olduğu makro ekonomik tahminler neticesinde gelecek dönemde düşeceği öngörülmüş ve indirgeme oranı hesaplamasında bu beklentiye uygun biçimde değişken AOSM yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Değişken AOSM yaklaşımı çerçevesinde özsermaye maliyeti ABD Doları cinsinden hesaplanmakta olup ilgili hesaplama daha sonra iş planı projeksiyonunda dikkate alınan TL ve Dolar enflasyon tahminleri çerçevesinde enflasyon farkları ile düzeltilip TL bazlı değişken özsermaye maliyetine ulaşılmıştır. Özsermaye hesaplamasında kullanılan Beta katsayısı bulunurken halka açık emsal şirketler grubuna ait ortalama finansal borçlardan arındırılmış (kaldıraçsız) Beta katsayısı esas alınmıştır. Özsermaye maliyeti aşağıdaki değişkenlerin kullanıldığı Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli'ne dayandırılmıştır:

$$k_e = * \left(\frac{1 + Enf_{TL}}{1 + Enf_{\$}} \right) - 1$$

Risksiz Getiri Oranı (R_f)

Değerleme tarihi 30 Eylül 2023 olup, çalışmanın amacı doğrultusunda iş planlarının uzun vadeli bakış açısını yansıtmak amacıyla risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Cumhuriyeti Devlet Tahvili (ABD Doları cinsinden), 12 Ocak 2024 tarihi son gün olmak üzere son 1 ay Vadeye Kadar Getiri ("VKG") oranının ortalaması olan %7,30 dikkate alınmıştır. (Kaynak: Capital IQ)

Sermaye Piyasası Risk Primi (P_m)

Sermaye piyasası risk primi (risk fiyatı), sermaye piyasası portföyünün (yatırım endeksi) beklenen getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı gösteren değerdir ve %6,5 olarak alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi

Kısaltmalar:

D	borç
E	özsermaye
K_e	özsermaye maliyeti
K_d	vergi sonrası borçlanma maliyeti
R_f	risksiz getiri oranı
$R_{d(TL)}$	TL borçlanma maliyeti
$R_{d(FX)}$	TL cinsinden döviz borçlanma maliyeti
β	beta
P_m	sermaye piyasası risk primi

Beta

Beta çarpanı, herhangi bir şirketin ilave getirilerinin (risksiz getirilerin üzerindeki getiriler) bazı piyasa getirilerinin üzerindeki toplam ilave getirilere (R_f üzerindeki yatırım endeksi) olan duyarlılığını göstermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası teorisine göre riskin iki bileşeninden biri olan piyasa riskinin (sistematik risk) ölçütlerinden biridir. Birin üzerindeki beta çarpanları piyasa ortalamasından daha yüksek bir dalgalanmaya işaret eder. Çalışmamızda, iskonto oranı hesaplamasında benzer şirketlerden oluşturulan grubun betası kullanılmış olup Limak Ergani Fabrikası için 0,68 olarak dikkate alınmıştır (Kaynak: Damodaran). İskonto oranı hesaplaması detayları Ek l'de sunulmuştur.

Borçlanma Maliyeti Hesaplaması

Değerleme çalışması kapsamında değişken AOSM kullanılması sebebiyle borçlanma maliyeti şirketlerin TL ve yabancı para cinsinden borç tutarlarının ağırlıklı ortalaması dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Buna göre, değerlemeye konu Fabrika'nın döviz borçlanma maliyeti için döviz borçlanma faizinin döviz kuru değişim tahmini ile düzeltilmesi sonrası TL cinsine dönülmektedir.

Borçlanma maliyetinin vergi açısından bir avantajı bulunmakla beraber, aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$= \left(R_{d(TL)} * \left(\frac{D_{TL}}{D_{TL} + D_{\$}} \right) + R_{d(\$)} * \left(\frac{D_{\$}}{D_{TL} + D_{\$}} \right) \right) * (1 - \text{vergi oranı})$$

ABD doları cinsinden hesaplanan borçlanma maliyeti yıl sonu döviz kurlarındaki değişime göre düzeltilmiş olup TL cinsinden döviz borçlanma maliyetine ulaşılmıştır:

$$R_{d(FX)} = \left(R_f + \text{Borçlanma Maliyeti Ek Risk Primi} + (\Delta FX/TL_{\text{yıl sonu}}) \right)$$

Vergi sonrası borçlanma maliyeti hesaplanırken Fabrika için hesaplanmış olan efektif vergi oranları dikkate alınmıştır.

AOSM

Bahsedilen tüm veriler dahilinde, Limak Ergani Fabrikası için TL bazlı AOSM'nin projeksiyon dönemi boyunca %57,8 - %19,2 aralığında olduğu sonucuna varılmıştır. AOSM hesaplamasının detayları Ek l'de sunulmuştur.

Piyasa Yaklaşımı

Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Yöntemi

Kısaltmalar:

ŞD	Şirket Değeri
FAVÖK	Faiz ve Amortisman Öncesi Kar

Piyasa Yaklaşımı kapsamında en çok kullanılan iki yöntem, **Benzer Şirketler** (halka açık şirketlerin verileri baz alınarak) ve **Benzer İşlemler** (yakın dönemde gerçekleşen birleşme/satın alma işlemleri baz alınarak) yöntemleridir. Bu yöntemler, ilgili şirketin değerini; sektördeki halka açık benzer şirketlerin değerlendirme çarpanları veya benzer işlemlerde ortaya çıkan değerlendirme çarpanlarını esas alarak belirlemektedir.

Bu yöntemlerin uygulanması sırasında aşağıdaki çalışmalar gerçekleştirilmektedir:

- ▶ Değerlemeye konu şirketin faaliyet gösterdiği ilgili sektörde kabul gören oranların detaylı incelenmesi ve analizi (karşılaştırılabilir şirketler ve/veya karşılaştırılabilir işlemler);
- ▶ Halka açık işlem gören karşılaştırılabilir şirketler ve karşılaştırılabilir işlemlerle ilgili bilgilerin toplanması ve analizi;
- ▶ İş planlarına ve ilgili sektöre göre uygun görülen karşılaştırılabilir şirketlerin çarpanlarının değerlendirme için seçilmesi;
- ▶ Belirlenen karşılaştırılabilir şirketlerin ve/veya işlemlerin değerlendirme tarihi itibarıyla çarpanlarının hesaplanması;
- ▶ İlgili değerlendirme çarpanlarının değerlemeye konu şirketin finansal tablolarına uygulanması.

Fabrika'nın değerlendirme çalışmasında İNA Yöntemi'ne ek olarak Piyasa Yaklaşımı kapsamında Benzer Şirketler Yöntemi kullanılmıştır. Çalışmamız, değerlemeye konu Fabrika'nın faaliyet gösterdiği sektörde kabul gören oranların detaylı incelenmesini ve analizini, iş planlarına ve ilgili sektöre göre uygun görülen karşılaştırılabilir şirketlerin çarpanlarının değerlendirme tarihi itibarıyla hesaplanmasını ve ilgili değerlendirme çarpanlarının değerlemeye konu şirketin finansal tablolarına uygulanmasını kapsamaktadır. Seçilen emsal şirketlerin 12 Ocak 2024 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşan günlük hacim ağırlıklı ortalama piyasa değerlerinin son 3 aylık ortalaması ile 30 Eylül 2023 itibarıyla düzeltilmiş net borç* ve 30 Eylül 2023 itibarıyla son 12 aylık döneme ilişkin düzeltilmiş FAVÖK* tutarları dikkate alınmış olup medyan ŞD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.

Çalışmalarımızda Piyasa Yaklaşımı kapsamında Benzer İşlemler Yöntemi de değerlendirilmiştir. Ancak, bu yöntem, yakın geçmişte gerçekleşmiş ve halka açık detaylı bilgilere erişilebilen yeterli sayıda işlemin bulunmaması nedeniyle makul bir sonuç elde etme imkanı sağlamamasından dolayı çalışma kapsamında dikkate alınmamıştır.

*Benzer Şirketler Yöntemi kapsamında dikkate alınan tüm şirketlerde mevcut olması durumunda TFRS 16 Kiralama Standartlarına ilişkin düzeltme yapılmıştır. 1 Ocak 2019 tarihinde yürürlüğe giren bu standart doğrultusunda belirli kiralama giderleri, bilançoda Kullanım Hakkı Varlığı ve Kiralama Yükümlülüğü olarak dikkate alınmakta olup, Gelir tablosuna finansal gider ve amortisman olarak etki etmektedir. Gelir ve Piyasa Yaklaşımlarında baz alınan FAVÖK hesaplamalarını doğru yansıtabilmek adına TFRS 16 kapsamında değerlendirilen kiralama giderleri operasyonel bir gider olarak değerlendirilip FAVÖK hesaplamasından düşülerek Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmıştır. Benzer şekilde net borçluluk hesaplanırken ilgili varlık ve yükümlülükler dikkate alınmamıştır.

4

Değerleme Sonuçları

4. Değerleme Sonuçları

İNA Yöntemi Sonuçları

Hisse Değeri

3.035 mn TL

30 Eylül 2023 itibarıyla (%100'e ilişkin)

AOSM

%57,8 - %19,2

Projeksiyon Dönemi Boyunca

Devam Eden Büyüme Oranı

%12,0

Uzun dönem TL enflasyon oranı

İNA Yöntemi ile duyarlılık analizleri sonucunda Fabrika'nın 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla hisse değeri 2.824 milyon TL ile 3.285 milyon TL arasında olmak üzere **merkez değeri 3.035 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

** Borsa İstanbul'da ilk kez işlem gören kurumların paylarının, halka arz edildikleri dönemden itibaren beş hesap dönemi boyunca %2 puan indirimli kurumlar vergisine tabi olduğu bilgisi alınmıştır. Fabrika'nın Doğu Anadolu Çimento tarafından satın alınması sonrasında bu indirimden yararlanması beklenilmektedir. İlgili duyarlılık analizi sonuçları sağ tarafta sunulmuştur:

TL '000	2023/3T	2024T	2025T	2026T	2027T Devam Eden Dönem	
Net Satışlar	340.618	1.383.200	1.729.000	2.074.800	2.386.020	2.466.778
Büyüme, %	%158,2	(%75,0)	%25,0	%20,0	%15,0	%3,4
Düzeltilmiş FAVÖK	132.394	463.091	575.861	736.892	904.176	685.026
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı, %	%38,9	%33,5	%33,3	%35,5	%37,9	%27,8
Düzeltilmiş FVÖK	125.313	445.366	549.491	700.148	855.501	635.691
Vergi Oranı, %	%22,8	%22,8	%22,8	%22,8	%22,8	%22,8
Vergi Gideri	(28.571)	(101.543)	(125.284)	(159.634)	(195.054)	(144.937)
Amortisman	7.082	17.725	26.370	36.744	48.674	49.336
Brüt Nakit Akımları	103.823	361.548	450.577	577.258	709.121	540.089
Yatırım Harcamaları	(8.515)	(34.580)	(43.225)	(51.870)	(59.651)	(49.336)
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(34.031)	(97.240)	(94.262)	(84.770)	(73.412)	(21.135)
Serbest Nakit Akımları	61.277	229.728	313.091	440.618	576.059	469.618
Yıl	0,13	0,75	1,75	2,75	3,75	
İskonto Oranı	%57,8	%42,3	%35,2	%28,6	%24,4	%19,2
İskonto Faktörü	0,94	0,76	0,56	0,44	0,35	
İndirgenmiş Nakit Akımları	57.880	174.044	175.464	191.982	201.831	

İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	801.202
İndirgenmiş Devam Eden Değer	2.281.740
Şirket Değeri	3.082.942
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.081
Finansal Borçlar *	(57.802)
Hisse Değeri	3.035.222

Kaynak: EY Analizi

* 30 Eylül 2023 itibarıyla Fabrika'nın bilançosunda yer alan merkez gider yansıtılmalarına ilişkin finansal borç tutarıdır.

TL'000	Kurumlar Vergisi Oranı Etkisi
Hisse Değeri **	%0,00 -%2,00
	3.035.222 3.045.567

Kaynak: EY Analizi

Devam Eden Değer

6.490.144

TL '000	AOSM Değişimi
Devam Eden Büyüme Oranı Değişimi	%0,50 -%0,50 %0,00 %0,50
	%0,50 3.285.041 3.067.610 2.878.586
	%0,00 3.246.790 3.035.222 2.850.893
	-%0,50 3.209.787 3.003.819 2.823.988

Kaynak: EY Analizi

TL '000	AOSM Değişimi
FAVÖK Marjı Değişimi	%0,50 -%0,50 %0,00 %0,50
	%0,50 3.272.001 3.058.353 2.872.220
	%0,00 3.246.790 3.035.222 2.850.893
	-%0,50 3.221.578 3.012.090 2.829.565

Kaynak: EY Analizi

4. Değerleme Sonuçları

Benzer Şirketler Yöntemi Sonuçları

Hisse Değeri

3.096 mn TL

30 Eylül 2023 itibarıyla (%100'e ilişkin)

FAVÖK Çarpanı

10,2x

Emsal şirketlerin 12 Ocak 2024 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşan son 3 aylık günlük hacim ağırlıklı ortalama piyasa değerleri ve 30 Eylül 2023 tarihli düzeltilmiş net borç *** ve 30 Eylül 2023 itibarıyla son 12 aylık düzeltilmiş FAVÖK *** tutarlarına göre hesaplanmıştır.

TL '000	30 Eylül 2023
Şirket Değeri / Düzeltilmiş FAVÖK	10,2x
Düzeltilmiş FAVÖK 30 Eylül 2023 (Son 12 Ay)*	307.268
Şirket Değeri	3.143.305
Net Borç	(47.720)
Hisse Değeri (%100,0)	3.095.585

Kaynak: EY Analizi

* Fabrika'nın 30.09.2023 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK düzeltilmesinin detayları Ek-II'de sunulmuştur.

Emsal Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri*	ŞD/ Düzeltilmiş FAVÖK**	Düzeltilmiş FAVÖK Marjı**	NİS / Satışlar**	Yatırım Harcamaları / Satışlar**
Afyon Çimento Sanayi Türk A.Ş.	Türkiye	5.090	8,0x	%32,0	%24,8	%6,5
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	29.368	9,1x	%22,5	%8,1	%3,9
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	30.837	12,9x	%21,3	%24,6	%7,8
Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	5.009	6,2x	%22,9	%13,6	%4,2
Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	Türkiye	48.208	15,0x	%30,1	%12,9	%8,1
OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.	Türkiye	74.381	11,3x	%31,1	%12,0	%8,2
Medyan			10,2x	%26,5	%13,3	%7,2

Kaynak: Capital IQ, KAP

*12 Ocak 2024 itibarıyla Borsa İstanbul'da oluşan son 3 aylık günlük hacim ağırlıklı ortalama piyasa değerlerini yansıtmaktadır.

**30 Eylül 2023 itibarıyla

***Benzer Şirketler Yöntemi kapsamında dikkate alınan tüm şirketlerde mevcut olması durumunda TFRS 16 Kiralama Standartlarına ilişkin düzeltme yapılmıştır. 1 Ocak 2019 tarihinde yürürlüğe giren bu standart doğrultusunda belirli kiralama giderleri, bilançoda Kullanım Hakkı Varlığı ve Kiralama Yükümlülüğü olarak dikkate alınmakta olup, Gelir tablosuna finansal gider ve amortisman olarak etki etmektedir. Gelir ve Piyasa Yaklaşımlarında baz alınan FAVÖK hesaplamalarını doğru yansıtabilme adına TFRS 16 kapsamında değerlendirilen kiralama giderleri operasyonel bir gider olarak değerlendirilip FAVÖK hesaplamasından düşülerek Düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmıştır. Benzer şekilde net borçluluk hesaplanırken ilgili varlık ve yükümlülükler dikkate alınmamıştır.

Fabrika'nın piyasa değeri Benzer Şirketler Yöntemi kullanılarak hesaplanmış olup hesaplamada Türkiye'de faaliyet gösteren ve Fabrika ile benzer operasyonel ve finansal göstergelere sahip şirketler dikkate alınmıştır. Emsal yabancı şirketler ise bu çalışma kapsamına dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın tercih edilmesinde makroekonomik, sektör ve finansal piyasa koşullarında yurt içi ve yurt dışında gösteren farklı eğilimler rol oynamıştır. Bunlara örnek olarak, yerli emsal şirketlerin piyasa değerleri ve değerlendirme çarpanlarının yurt dışından belirgin biçimde ayrışması, sektör maliyetlerini önemli ölçüde etkileyen döviz kurunda görülen dalgalanma ve arz-talep dinamiklerinde yurt dışına kıyasla gözlemlenen farklılıklar gösterilebilir.

5

Ekler

Ek I. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

1. Bu Rapor'da beyan edilen olgu ve verilerin doğru olmadığına inanmamıza neden olacak hiç bir durum dikkatimizi çekmemiştir.
2. Değer önerilerinin hazırlanması ve burada tanımlanan sonuçların değerlendirilmesi, ilgili bilgiye ve tecrübeye sahip olduğumuza inandığımız ve kamuya kendimizi ilgili bilgi ve tecrübeye sahip olarak tanıttığımız genel değerlendirme uygulaması alanlarıdır. Sağlanan hizmetler ilgili bilgi birikimi ve tecrübe ile kısıtlıdır ve EY tarafından sağlanabilecek denetim, danışmanlık veya vergiyle ilgili hizmetleri içermemektedir. Bu kısıtlamaya rağmen, bu Rapor'da sunulan EY'in tavsiyeleri, alıcı veya herhangi başka bir vergi mükellefinin İç Vergi Kanunu'nun veya yerel veya bölgesel vergi kanunlarının öngördüğü cezalardan kaçınması amacını taşımamaktadır, bu amaçla yazılmamıştır ve bu amaçla kullanılamaz.
3. Söz konusu Şirket ve varlıklar hakkında mülkiyet araştırması yapılmamıştır ve mal sahibinin beyan ettiği söz konusu Şirket ve varlıklar üzerindeki hakkı geçerli sayılmıştır. EY'in hizmetlerinin varlık, mülk veya Şirket payı analizini kapsadığı ölçüde, EY yasal tanım veya mülkiyet sorunları konusunda sorumluluk kabul etmemektedir ve çalışmalarında şu varsayımları kullanmıştır: (i) mülkiyet iyi durumda ve pazarlanabilir, (ii) geçici haciz veya borç bulunmamaktadır, (iii) ilgili tüm federal, eyalet, yerel ve milli düzenlemeler ve kanunlara (kullanım, çevre, imar kanunları ve benzeri kanunlar ve/veya düzenlemeler dahil herhangi bir sınırlama olmamak üzere) tamamen uyulmuştur ve (iv) EY'in çalışmalarında esas alınan varlıklara ilişkin lisanslar, iskan izinleri, onaylar veya herhangi bir federal, eyalet, yerel veya milli hükümetten, özel kişi veya organizasyondan teşrii veya idari yetki alınmıştır, alınabilir veya yenilenebilir.
4. Bu Rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmıştır ve başka hiçbir amaçla kullanılamaz. Bu Rapor veya herhangi bir bölümü kopyalanamaz ve reklam, halkla ilişkiler, haberler, satışlar veya herhangi bir diğer kamu (veya özel) medya yoluyla EY'in önceden yazılı kesin izni olmadan dağıtılamaz.
5. Buradaki piyasa değeri tavsiyeleri söz konusu varlıkların bu Rapor'da özellikle belirtilmiş olan değerlendirme tarihi dışındaki bir tarihteki değerlerini temsil etme amacı taşımamaktadır. Piyasa şartlarındaki değişiklikler, değer önerilerinin belirtilen değerlendirme tarihindekilerden önemli ölçüde farklı olmasına neden olabilir. Piyasa şartlarında değişiklikler olması veya mal sahibinin alıcıya söz konusu varlıkları burada belirtilen değerlere satamaması durumunda sorumluluk kabul etmemekteyiz.
6. Yönetim de dahil olmak üzere başkaları tarafından sunulan bilgiler için sorumluluk kabul edilmemektedir, söz konusu bilgilerin güvenilir olduğuna inanılmaktadır.
7. Analizimiz sırasında, söz konusu Şirket ve varlıkların yapısı, faaliyeti ve finansal performansı ile ilgili yazılı bilgi, sözlü bilgi ve/veya elektronik veriler tarafımıza sağlanmıştır. Analizlerimizde ve bu Rapor'un hazırlanmasında söz konusu bilgiler kullanılmıştır ve bu bilgilerin doğruluğuna ve eksiksizliğine ilişkin tarafımızca bağımsız bir denetim veya tasdik çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Ek I. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

8. Değerlememizde kullanılan bazı geçmiş finansal veriler denetimden geçmiş ve/veya geçmemiş finansal tablolardan alınmıştır ve Limak Çimento Yönetimi'nin sorumluluğundadır. Finansal tablolar, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri gereğince ilgili açıklamalar içerebilmektedir. Bu verilerin doğruluğu ve eksiksizliği tarafımızca bağımsız olarak tasdik edilmemiştir ve bu bilgilerle ilgili tarafımızca fikir beyan edilmemektedir. Bu verilerin doğruluğu veya eksiksizliğine ilişkin herhangi bir şekilde güvence sunulmamaktadır.
9. Rapor'da bulunan nakit akışı tahminleri sadece değerlendirme analizinde kullanılmak üzere oluşturulmuştur ve gelecekteki faaliyetlerin tahmini veya projeksiyonu için kullanılmamalıdır. İlişikteki nakit akışı verileriyle ilgili bir inceleme veya derleme veya American Institute of Certified Public Accountants tarafından öngörülen standartlar çerçevesinde, üzerinde mutabık kalınan bir prosedürler sözleşmesi yapmış bulunmamaktayız ve dolayısıyla, ilişikteki nakit akışı verileri ile ilgili varsayımlar hakkında fikir veya herhangi bir şekilde güvence sunulmamaktadır. Ayrıca, olaylar ve şartların sıklıkla beklendiği gibi gerçekleşmemesinden dolayı beklentiler ile gerçekleşmeler arasında farklılıklar olabilmektedir ve bu farklılıklar önemli boyutta olabilmektedir.
10. Müşteri Yönetimi'nin sorumluluğunda olan herhangi bir finansal karar veya vergi raporlama kararı için sorumluluk kabul etmemekteyiz. Anlayışımıza göre, çalışmamıza konu olan varlıklarla ilgili herhangi bir finansal tablo ve vergi raporlama ve Rapor'un nihai kullanımıyla ilgili sorumluluk yönetime aittir.
11. EY daha önce bir anlaşma yapılmadığı sürece söz konusu varlıklar, mülkler veya Şirket payları ile ilgili ek bir çalışma veya hizmet sunmak veya tanıklıkta bulunmak veya mahkemede hazır bulunmak veya hizmetleriyle ilgili herhangi bir raporu, öneriyi, analizi, sonucu veya başka bir dokümanı herhangi bir olay veya durum için güncellemek durumunda değildir.
12. Sahtekarlık ve suistimal düzenlemeleri ve kanunlarına göre neyin ihlal teşkil edebileceği hakkında bir tespit yapmış bulunmamaktayız. Şirket, bu tespit için hukuk danışmanına danışmalıdır.
13. Çalışmamız, yerel veya genel finansal pazarda veya ekonomik koşullarda beklenmeyen keskin yükseliş veya düşüşlerin veya teknolojik değişimlerin muhtemel etkilerini içermemektedir.
14. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarihli 2019/19 sayılı genelgenin F (Duyuru ve İlke Kararları) bölümünde belirtilen değerlendirme hizmeti yapabilme niteliklerine sahip olduğumuzu beyan ederiz.
15. Projeksiyon dönemindeki finansal ve operasyonel beklentileri içeren öngörüler, Limak Çimento Yönetimi tarafından sağlanmış ve bunu teyit eden imzalı Temsil Mektubu Limak Çimento Yönetimi tarafından EY'a nihai Değerleme Danışmanlık Raporu'nun sunulması ile birlikte sağlanacaktır.

EY | Denetim | Vergi | Strateji ve Kurumsal Finansman | Danışmanlık

EY Hakkında

EY bağımsız denetim, vergi, strateji, kurumsal finansman ve danışmanlık hizmetlerinde bir dünya lideridir. Anlayışımız ve kaliteli hizmetlerimiz dünya ekonomisi ve sermaye piyasalarında güvenin oluşmasına katkıda bulunmaktadır. EY, güçlü yönetim ekibiyle tüm paydaş gruplarına verdiği sözleri yerine getirmekte ve bu şekilde çalışanları, müşterileri ve içinde yer aldığı diğer çevreler için daha iyi bir çalışma hayatı oluşturulmasında önemli bir rol üstlenmektedir.

EY adı küresel organizasyonu temsil eder ve Ernst & Young Global Limited'in her biri ayrı birer tüzel kişiliğe sahip olan, bir veya daha çok, üye firmasını temsil edebilir. Sınırlı sorumlu bir Birleşik Krallık Şirketi olan Ernst & Young Global Limited müşteri hizmeti sunmamaktadır. Kişisel Verileri Koruma Kanunu (KVKK) kapsamında; EY'nin kişisel verileri nasıl topladığı, kullandığı ve bireylerin sahip olduğu haklara dair bilgilere ey.com/tr/privacy-statement adresinden ulaşabilirsiniz. Daha fazla bilgi için lütfen ey.com adresini ziyaret edin.

© 2024 EY Türkiye.

Tüm Hakları Saklıdır.

ey.com/tr
vergidegundem.com
facebook.com/ErnstYoungTurkiye
instagram.com/eyturkiye
twitter.com/EY_Turkiye



Building a better
working world