

# Limak Doğu Anadolu Çimento



**LİMAK DOĞU ANADOLU ÇİMENTO  
SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ  
FİYAT TESPİT RAPORU**

15/01/2024

  
LİMAK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## İÇİNDEKİLER

1. RAPOR ÖZETİ.....	7
2. YÖNETİCİ ÖZETİ.....	9
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	10
4. ÇİMENTO SEKTÖRÜ .....	22
5. DEĞERLEME ANALİZİ .....	24
6. SONUÇ .....	41

  
KAPAL YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## TABLOLAR

TABLO 1 : HALKA ARZ EDİLEN PAY DEĞERİ VE HALKA ARZ BÜYÜKLÜĞÜ.....	10
TABLO 2 : URFA FABRİKASI .....	11
TABLO 3 : ÇİMENTO ÇEŞİTLERİ.....	13
TABLO 4 : BİLANÇO .....	16
TABLO 5 : GELİR TABLOSU .....	18
TABLO 6 : HASILAT KIRILIMI .....	18
TABLO 7 : ÜRÜN BAZINDA HASILAT KIRILIMI.....	19
TABLO 8: SATIŞLARIN MALİYETİ .....	19
TABLO 9 : FAALİYET GİDERLERİ VE FAALİYET KAR MARJİ.....	19
TABLO 10 : PAZARLAMA, SATIŞ VE DAĞITIM GİDERLERİ .....	20
TABLO 11 : GENEL YÖNETİM GİDERLERİ .....	20
TABLO 12 : FAVÖK VE FAVÖK MARJİ.....	20
TABLO 13 : ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GELİRLER .....	21
TABLO 14 : ESAS FAALİYETLERDEN DİĞER GİDERLER .....	21
TABLO 15 : FİNANSMAN GELİRLERİ .....	21
TABLO 16 : FİNANSMAN GİDERLERİ .....	21
TABLO 17 : MAKRO VARSAYIMLAR.....	25
TABLO 18 : YURT İÇİ VE YURT DIŞI SATIŞ TONAJI İLE BİRİM SATIŞ FİYATI PROJEKSİYONU .....	25
TABLO 19: NET SATIŞLAR .....	27
TABLO 20: SATIŞLARIN MALİYETİ .....	27
TABLO 21: FAALİYET GİDERLERİ.....	28
TABLO 22: YATIRIMLAR .....	28
TABLO 23: AMORTİSMAN.....	28
TABLO 24: İŞLETME SERMAYESİ İHTİYACI .....	29
TABLO 25: AĞIRLIKLIL ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ.....	29
TABLO 26: İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI.....	30
TABLO 27: DEĞERLEMEDE KULLANILAN FİNANSAL VERİLER .....	31
TABLO 28: YURT DIŞI BENZER ŞİRKETLER.....	32
TABLO 29: YURT DIŞI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARI .....	34
TABLO 30: YURT DIŞI BENZER ŞİRKET ÇARPANLARINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ HESABI.....	37
TABLO 31: BİST TAŞ, TOPRAK ENDEKSİ ŞİRKETLERİ .....	37
TABLO 32: BİST TAŞ, TOPRAK ENDEKSİ ŞİRKET ÇARPANLARI .....	39
TABLO 33: BİST TAŞ, TOPRAK ENDEKSİ ŞİRKET ÇARPANLARINA GÖRE ÖZSERMAYE DEĞERİ HESABI.....	41
TABLO 34: PAZAR YAKLAŞIMI DEĞER ÖZETİ.....	41
TABLO 35: HALKA ARZ ÖNCESİ ÖZSERMAYE DEĞERİ .....	41
TABLO 36: HALKA ARZ PAY FİYATI VE İSKONTO HESABI .....	42

**MAMAK YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## ŞEKİLLER

ŞEKİL 1 : ÜRÜNLER.....	12
ŞEKİL 2 : TS EN 197-1 STANDARDI ÇİMENTO CİNSİ KODLAMASI .....	13
ŞEKİL 3 : ÜRETİM SÜRECİ.....	14
ŞEKİL 4 : YAPI RUHSATI / ÇİMENTO İÇ SATIŞI.....	23
ŞEKİL 5 : TÜRKİYE'DE GERÇEKLEŞTİRİLEN TOPLAM ÇİMENTO ÜRETİMİ İLE SATIŞLARININ İÇ SATIŞ VE İHRACAT MİKTARLARININ KARŞILAŞTIRMASI.....	23

  
MALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## KISALTMALAR

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirketi
AB	Avrupa Birliği
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri para birimi
Avro, Euro, EUR	Avrupa Birliği para birimi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
ASTM	American Society for Testing and Materials; standartları ve destekleyici malzemeleri, küresel ürün ve hizmetlerin tasarımı ve üretimi için kritik öneme sahiptir. ASTM uluslararası standartları, petrol ve tüketim malları gibi çeşitli ürünlerde küresel geçerliliğe sahiptir.
BİST	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
ÇİTOSAN	Türkiye Çimento ve Toprak Sanayii T.A.Ş.
ERMCO	Avrupa Hazır Beton Birliği ( <i>European Ready Mixed Concrete Organization</i> )
FAVÖK	Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GAP	Güneydoğu Anadolu Projesi
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
Halka Arz Eden Pay Sahibi, Limak Çimento	Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Edilecek Paylar	Yeni Paylar ve Mevcut Paylar olmak üzere toplam 155.930.000,00 TL nominal değerli 155.930.000 adet pay
Halk Yatırım	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
IMF	Uluslararası Para Fonu
İzahname	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi İzahname'si
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
kg	Kilogram
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Limak Cement FZE	Limak Çimento'nun Birleşik Arap Emirlikleri, Dubai'de mukim bir iştiraki ve uluslararası ticaret yönetim şirketi
Limak Çimento Grubu	Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin bağlı ortaklıkları

KISALTMALAR	TANIMLAR
Limak İnşaat	Limak İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Mevcut Paylar	Mevcut ortaklardan Limak Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ait 25.930.000,00 TL nominal değerli 25.930.000 adet pay
MN, mn	Milyon
NİS	Net İşletme Sermayesi
Urfa Fabrikası	Şanlıurfa Çimento Fabrikası
Portland Çimentosu	Klinkerin sadece kalsiyum sülfat (alçı) ve ağırlıkça en fazla %0-%5 arası mineral katkı (minor bileşen) ile öğütülmesiyle elde edilen çimento
Rapor	Fiyat Tespit Raporu
Sermaye Piyasası Kanunu, SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPL	Sermaye Piyasası Lisanslama, Sicil ve Eğitim Kurulu
Şirket, Limak DAÇ	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
THBB	Türkiye Hazır Beton Birliği
TL, TRY	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TS EN 197-1 Standardı	TS EN 197-1 Standardı, Avrupa'da ve ülkemizde genel çimentoları sınıflandıran ve özelliklerini belirleyen standart
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKAK	Türk Akreditasyon Kurumu
Türkçimento	Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
Yeni Paylar	Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 386.179.700,00 TL'den 516.179.700,00 TL'ye artırılması yoluyla ihraç edilecek toplam 130.000.000,00 TL nominal değerli 130.000.000 adet pay

  
**LİMAK YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

# 1. RAPOR ÖZETİ

## 1. Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Halk Yatırım”) ile Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket” veya “Limak DAÇ”) arasında 25 Aralık 2023 tarihinde imzalanmış olan “Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi” kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu’nun III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları’na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### 1.1. Etik İlkeler

Şirket’in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu’nun III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ’i ve Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) dikkate alınarak; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek; güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır. Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerlendirme taleplerini yerine getirmek için, zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde, kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Raporla kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler; Bloomberg verileri, kamuya açık bilgiler ile Şirket’ten ve Şirket’in bağımsız denetim raporundan elde edilen bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları’nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

### 1.2. Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu’nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; “Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi” çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu’nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu’nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

  
HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### 1.3. Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan Kuruluş ve Proje Ekibi

İşbu Fiyat Tespit Raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile 13.01.2022 tarih ve 2/56 sayılı kararı uyarınca "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58/1477 sayılı Kurul onayı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir. Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir. Halk Yatırım'ın 25 Aralık 2023 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

#### Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 40 yıl üzerinde tecrübeye sahiptir.

**Zafer Mustafaoğlu**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman, Kitle Fonlama Platformu ve Girişim Sermayesi Danışmanlık, Araştırma ile Hazine ve Portföy Aracılığından sorumlu Genel Müdür Yardımcısı pozisyonunda çalışmakta olup; sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü'nden 1990 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü'nde tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

**Meneşe Özdemir Dilidüzgün**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 12 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nden Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

**Haşim Can Yılmaz**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist / Uzman Yardımcısı pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası İşletmecilik ve Ticaret Bölümü'nden 2021 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Ayrıca, bitirdiği bölüm içerisindeki Uluslararası Finans ve Bankacılık Uzmanlık Programını da tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 920719).

### 1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022, 30.09.2022 ve 30.09.2023 dönemleri için hazırlanan özel bağımsız denetim raporları ile kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım'ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde, bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş



olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler, Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan tahminler, Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte; tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım tarafından, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler, kamuya açık kaynaklar, Bloomberg ve Finnet adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

### **1.5. Müşteri, Kullanım, Dağıtım ve Yayınlama Kısıtlamaları**

İşbu Rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu Rapor, Şirket'in paylarının halka arz işlemiyle ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.

### **1.6. Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi**

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak, 1 TL nominal değerli 1 adet payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanmıştır.

### **1.7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri**

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları
- ii. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

## **2. YÖNETİCİ ÖZETİ**

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

### **2.1. Sermaye Yapısı ve Halka Arza İlişkin Bilgiler**

Sermayesi 386.179.700 TL olan Şirket'in halka arz iskontosu öncesi pay başına değeri 20,26 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %20,0 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 6.256,1 mn TL, pay başına değer ise 16,20 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 386.179.700

TL'den 516.179.700 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabak 130.000.000 TL nominal değerli 130.000.000 adet B grubu payın ("Yeni Paylar") sermaye artırımını suretiyle, ve Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin mülkiyetinde bulunan 25.930.000 TL nominal değerli 25.930.000 adet B grubu payların (Mevcut ortaklardan Limak Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'ne ait 25.930.000 TL nominal değerli 25.930.000 adet B grubu paylar) ("Mevcut Paylar") ortak satışı suretiyle olmak üzere toplam 155.930.000 TL nominal değerli 155.930.000 adet pay halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 2.526,1 mn TL olup, halka açıklık oranı %30,2 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 1 : Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü**

	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	386.179.700
Sermaye Artırımı	130.000.000
Ortak Satışı	25.930.000
Yeni Sermaye	516.179.700
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	7.824.591.449
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	20,26
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>%20,0</b>
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	6.256.111.140
<b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri</b>	<b>16,20</b>
Halka Arza Konu Nominal Paylar	155.930.000
Halka Açıklık Oranı	%30,2
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>2.526.066.000</b>

### 3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

#### 3.1. Genel Bakış

Şirket, 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla Türkiye'nin Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde yer alan Şanlıurfa şehrinde bulunan tesisinde klinker ve çimento üretimi için entegre bir çimento fabrikası işletmektedir. Güneydoğu Anadolu Projesi ("GAP") kapsamında ülke ekonomisine katkı sağlamak amacı ile 1976 yılında Şanlıurfa Bozova yolu 16. km'de Büyük Kargılı ve Korukezen Köyleri arasında 875.326 metrekare arazi üzerine kurulmuş olan (ve işbu rapor tarihi itibarıyla bir çimento fabrikası, yardımcı binalar, bir atıktan enerji tesisi ve bir su arıtma tesisi içeren) Şanlıurfa Çimento Fabrikası ("Urfa Fabrikası") 1986 yılının mart ayında üretime başlamış ve 554.000 ton / yıl klinker, 590.000 ton / yıl çimento üretim kapasitesi ile aynı yıl haziran ayında ilk çimento satışını gerçekleştirmiştir. Urfa Fabrikası 30 Eylül 2023 itibarıyla yıllık toplam 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine sahiptir.

Şirket'in ve Limak Çimento Grubu tarafından devralınmadan önce Urfa Fabrikası'nın tarihinde meydana gelen önemli olaylara yer verilmiştir.

- 1976 Uzun dönemli planlanan GAP kapsamında, milli ekonomiye katkı sağlamak ve bölgesel istihdam yaratmak amacı ile kamuya ait Türkiye Çimento ve Toprak Sanayii T.A.Ş. ("ÇİTOSAN") bünyesinde Şanlıurfa-Bozova yolu 16. km'de 554.000 ton / yıl klinker, 590.000 ton / yıl çimento üretim kapasitesi planlanarak Urfa Fabrikası'nın temeli atılmıştır.
- 1986 ÇİTOSAN bünyesinde faaliyete geçen Urfa Fabrikası ilk çimento üretim ve satışını gerçekleştirmiştir.
- 1993 Urfa Fabrikası özelleştirilerek Uzan Holding A.Ş. tarafından alınmıştır.
- 1998 Şirket, Kurtalan Çimento Nakliye A.Ş. unvanı altında, Yasin Kadri Ekinci, Mehmet Garan, Volkan Rauf Ekinci, Mustafa Müjdat Gültekin ve Düçem Yegane Ekinci tarafından kurulmuştur.

- 2000 08 Mart 2000 tarihinde gerçekleşen pay devri ile Şirket'in pay sahipleri; %98 Limak İnşaat, %0,50 Nihat Özdemir, %0,50 Sezai Bacaksız, %0,50 Ebru Özdemir ve %0,50 Mehmet Serhan Bacaksız olmuştur.
- 2003 Urfa Fabrikası Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu ("TMSF") tarafından devralınmıştır.
- 2005 Urfa Fabrikası Türkerler Holding A.Ş. tarafından devralınmıştır.
- 2007 Urfa Fabrikası, 14 Aralık 2007 tarihi itibarıyla Limak Çimento Grubu bünyesine katılmıştır.
- 2008 Urfa Fabrikası'nın Limak Çimento Grubu bünyesine katılması ile, 2008 yılında klinker üretim kapasitesi 610.000 ton / yıl ve çimento üretim kapasitesi ise 840.000 ton / yıl'a ulaşmıştır.
- 2011 Şirket'in unvanı 7 Mart 2011'de "Limak Madencilik ve Lojistik Sanayi Ticaret A.Ş." olarak değişmiştir.
- 2011 Urfa Fabrikası'nda kapasite artırımı ve yakıt tasarrufu amacıyla gerçekleştirilen prekalsinasyon yatırımı ile klinker kapasitesi günlük 2200 tondan 4500 tona ve yıllık olarak ise 1.485.000 ton / yıl'a yükselmiştir. Bu yatırım kapsamında Şirket'in mevcut ön ısıtıcı siklon kulesine entegre olan bir kalsinatör kulesi ilave edilmiştir ve kapasite artışına bağlı olarak yeni dik farin değirmeni, yeni dik kömür değirmeni, yeni kapalı klinker stokholü, yeni klinker soğutma ünitesi, yeni preblending stokholü, III no'lu bilyalı çimento değirmeni ve yeni hammadde kırıcı üniteleri de bu kapsamda tamamlanmıştır. Böylelikle çimento üretim kapasitesi 2.201.760 ton/yıl'a ulaşmıştır.
- 2012 75.000 ton stok kapasiteli kapalı klinker stokhol yatırımı tamamlanmıştır.
- 2017 20 Eylül 2017 tarihinde Şirket'in gerçek kişi pay sahipleri Nihat Özdemir, Sezai Bacaksız, Ebru Özdemir (Kıslalı), Mehmet Serhan Bacaksız, Şirket'te sahibi buldukları payların tamamını Limak İnşaat'a devrederek Şirket'teki ortaklıklarına son vermişlerdir. Bu tarih itibarıyla Şirket tek pay sahipli şirket haline gelmiş olup, Şirket'in tek pay sahibi Limak İnşaat olmuştur.
- 2020 Urfa Fabrikası T.C. Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı tarafından "sıfır atık belgesi" almıştır.
- 2023 Şirket'in unvanı halka arz hazırlıkları kapsamında 28 Eylül 2023 tarihinde Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir.
- Şirket stratejik plan ve halka arz hedefleri çerçevesinde, 28 Eylül 2023 tarihinde Limak Çimento'nun devreden ve Şirket'in devralan olarak tarafı olduğu kısmi bölünme işlemi neticesinde Urfa Fabrikası'nı devralmıştır. Kısmi bölünmeyi takiben Şirket'in pay sahipleri %0.09 Limak İnşaat ve %99.01 Limak Çimento olmuştur.
- Yine halka arz hazırlıkları kapsamında 29 Eylül 2023 tarihinde Limak İnşaat Şirket'te sahibi bulunduğu payların tamamını Limak Çimento'ya devrederek Şirket'teki ortaklığına son vermiştir. Bu tarih itibarıyla Şirket tekrar tek pay sahipli şirket haline gelmiş olup, Şirket'in tek pay sahibi Limak Çimento'dur.

### 3.2.Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi

Şirket, 1998 yılında kurulmuş olup yurt içinde ve yurt dışında satılmak üzere klinker ve çimento üretmektedir. Şirket mevcut üretim faaliyetlerini Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde bulunan Urfa Fabrikası'nda toplam 875.326 metrekare arazi üzerinde gerçekleştirmektedir. Urfa Fabrikası 30 Eylül 2023 ve işbu rapor tarihi itibarıyla 1.485.000 ton klinker ve 2.201.760 ton çimento üretim kapasitesine sahiptir.

Şirket'in 30.09.2023 tarihi itibarıyla Urfa Fabrikası'na ilişkin temel özelliklere aşağıda yer verilmiştir:

**Tablo 2 : Urfa Fabrikası**

<b>Tesis</b>	: Fabrika
<b>Adresi</b>	: Büyükkargılı Mahallesi, Şanlıurfa
<b>Açık Alan</b>	: 801.710 m <sup>2</sup>
<b>Kapalı Alan</b>	: 73.616 m <sup>2</sup>

LİMİK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

<b>Toplam Alan</b>	: 875.326 m <sup>2</sup>
<b>Üretim Kapasitesi (ton/yıl)</b>	: Klinker: 1.485.000 Çimento: 2.201.760
<b>Mülkiyet Durumu</b>	: Şirket'e ait
<b>Çalışan Sayısı*</b>	: 195

\*30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla

### 3.3. Ürün Portföyü

Şirket'in faaliyetleri iki ana ürün koluna odaklanmıştır: (i) klinker ve (ii) çimento üretimi. Klinker ve çimento, tek bir üretim adımları zinciri içerisinde farklı aşamalarda elde edilmekte olan iki farklı üründür. Bir fabrikanın hem klinker hem de çimento üretebilmesi için iki ürünün üretimi için de gereken altyapıyı barındırması (diğer bir deyişle, entegre çimento fabrikası olması) gerekmektedir ve Urfa Fabrikası entegre bir çimento fabrikasıdır.

#### Şekil 1 : Ürünler



#### 3.3.1. Klinker

Klinker, çimentonun ana bileşeni ve yarı mamul halidir. Klinkerin ana ham maddeleri "kalker" ve "marn" olup bunların yanı sıra "boksit", "cüruf" ve "alçı taşı" da klinker üretiminde kullanılan diğer ham maddelerden bazılarıdır. Çimentonun bir önceki safhası olarak da adlandırabilecek olan klinker, yapısında pişirilmiş biçimde %30 kil ve %70 oranında kalker içeren iri taneli bir malzemedir.

Şirket, üretmiş olduğu klinkerin bir kısmını yarı mamul olarak kendi çimento üretiminde kullanmakta olup kalan kısmını ise tek başına bir ürün olarak üçüncü taraflara (söz konusu taraflarca yarı mamul olarak kullanılmak üzere) satmaktadır.

Şirket, üretim tesisinin Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde olması nedeniyle klinker üretimi bakımından elverişli hava koşullarından faydalanmakta ve üretim süreci bakımından mevsimsellikten etkilenmemektedir. Zira bu bölge genelinde genellikle yaz mevsimleri sıcak ve kış mevsimleri ülke ortalamalarına göre daha az soğuk şartlarda geçmektedir. Şanlıurfa ilindeki yıllık yağışların çoğunluğu da Kasım, Aralık, Ocak, Şubat ve Mart aylarında alınmakta ve çoğunlukla sadece bu dönemlerde nem oranının %60'ın üzerine çıktığı görülmektedir. Klinker talebinin düşük olduğu dönemlerde üretilen klinkerin stoklanabilmesi üretimde sürekliliği sağlamaktadır.

#### 3.3.2. Çimento

Çimento, ana ham maddesi klinker olan ve mineral parçalarını (kum, çakıl, tuğla, briket vs.) yapıştırma için kullanılan bir malzemedir. Çimento, klinker, % 4 - %5 oranında alçı taşı, tras ve diğer katkı maddelerinin belirli oranda karıştırılarak beraberce öğütülmesi ya da ayrı öğütülmüş bu malzemelerin belirli oranda harmanlanması ile üretilmektedir. Katkılı çimento üretiminde; klinker ve alçı taşı dışında çimento tipine göre tek veya birkaçı bir arada olmak üzere tras, yüksek fırın cürufu, uçucu kül, silis dumanı ve benzeri mineraller katılmaktadır.

## Çimento Çeşitleri

Klinkere çeşitli katkı maddeleri ekleyerek farklı türlerde çimento üretmek mümkündür. Çimento üretimi sırasında klinker ile birlikte öğütülerek çimentoyu meydana getiren katkı maddelerinin türleri ve kullanım miktarları üretilen çimento çeşidine göre değişmektedir.

TS EN 197-1 Standardı, Avrupa’da ve ülkemizde genel çimentoları sınıflandıran ve özelliklerini belirleyen standarttır (“TS EN 197-1 Standardı”). TS EN 197-1 Standardı’na göre genel çimentolar beş ana tipte olmak üzere aşağıdaki şekilde gruplandırılmıştır:

**Tablo 3 : Çimento Çeşitleri**

Çimento Tipi	Klinker Oranı	Ana Bileşenler	Dayanım Sınıfı	Diğer Özellikler
CEM I (Portland çimentosu)	A: Yüksek miktarda klinker	S: Granule yüksek rutin fırın cürufu	32,5 MPa 42,5 MPa	SR: Sulfata dirençli LH: Düşük hidrasyon ısısı
CEM II (Portland kompoze çimento)	B: Orta miktarda klinker	P: Doğal puzolan	52,5 MPa	
CEM III (Yüksek fırın cürufu çimento)	C: Düşük miktarda klinker	Q: Doğal kalsine edilmiş puzolan	R: Hızlı erken dayanım (rapid)	
CEM IV (Puzolanik çimento)		V: Silissi uçucu kül	N: Normal erken dayanım (normal)	
CEM V (Kompoze çimento)		W: Kalkersi uçucu kül	L: Düşük erken dayanım (low)	
		T: Pişmiş şist		
		L- LL: Kalker		
		D: Sills dumanı		
		M: Üsttekilerden ikisi ya da daha fazlası		

*Kaynak: Türkçimento, Çimento (https://ecka.com.tr/ekler/cimento-gecmisten-gelecege-inovatif-vapi-malzemesi1-1651241779.pdf)*

TS EN 197-1 Standardı 27 farklı çimentonun ve bileşenlerinin tanımını ve özelliklerini kapsamaktadır. Ayrıca, 7 çeşit sülfata dayanıklı çimento da içermektedir. Çimento cinsleri için 9 farklı dayanım sınıfı bulunmaktadır. Klinkerin sadece kalsiyum sülfat (alçı) ve ağırlıkça en fazla %0 - %5 arası mineral katkı (minor bileşen) ile öğütülmesiyle elde edilen çimentolara portland çimentosu (“Portland Çimentosu”) denir. Portland Çimentosunda hammadde karışım oranları ayarlanarak ana bileşenlerin göreceli miktarları ve dolayısı ile çimentonun bazı özellikleri istenilen yönde değiştirilebilmektedir. 2021 yılında yayımlanan TS EN 197-5 Standardı (“TS EN 197-5”) ile “CEM V – Kompoze çimento” ismiyle yeni bir ana tip çimento daha ilave olmuştur. Ayrıca, CEM II tipi çimentolarda daha az miktarda klinker kullanımının da önü açılmıştır.

TS EN 197-1 Standardı kapsamında çimento cinsinin kodlaması aşağıdaki gibi yapılmaktadır:

## Şekil 2 : TS EN 197-1 Standardı Çimento Cinsi Kodlaması



*Kaynak: Türkçimento, Çimento (https://ecka.com.tr/ekler/cimento-gecmisten-gelecege-inovatif-vapi-malzemesi1-1651241779.pdf)*

Urfa Fabrikası’nın ürün portföyünde, ASTM C 150 uluslararası standartlarına uygun klinkerin yanı sıra, TS EN 197-1 ve TS EN 197-5 standartlarına uygun çimento tipleri bulunmaktadır. Bu kapsamda, TS EN 197-1

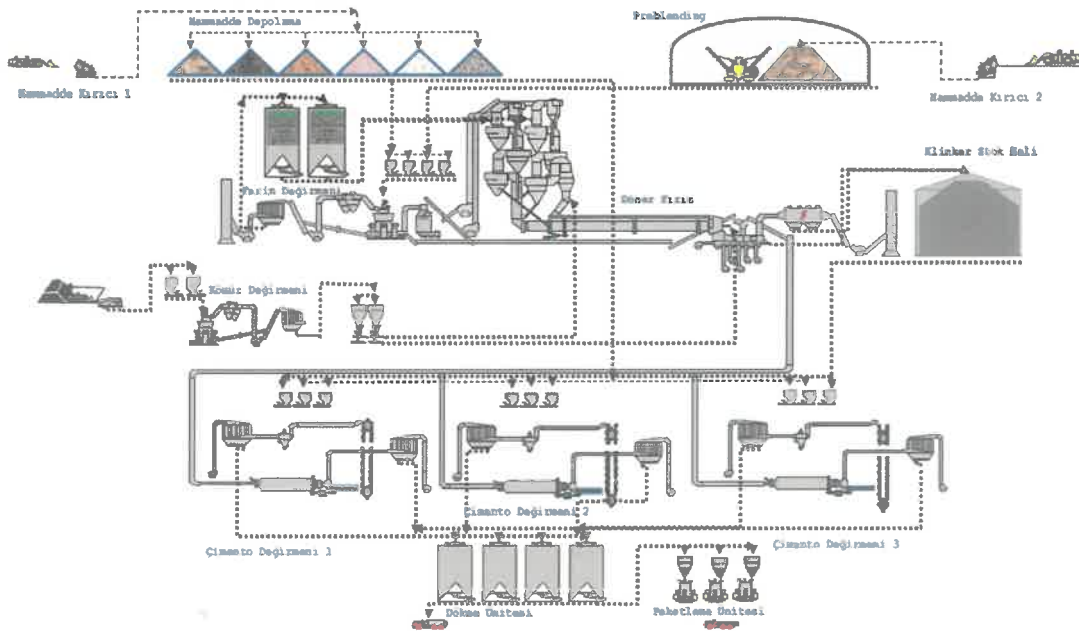
kapsamında dört tip (CEM I 52,5N, CEM I 42,5R SR3, CEM I 42,5R SR5, CEM II / B-M (P-LL) 42,5 N) ve TS EN 197-5 standardına uygun bir tip (CEM II / C-M (P-LL) 32,5N) ürün olmak üzere toplam beş tip çimento ürün üretilmektedir. Şirket, entegre tesisi sayesinde ilgili belgeleme süreci, dayanım testleri ve benzeri denetimlere tabi olmak koşulu ile talep edilen çimento tipini üretebilecek donanımına sahip olmasına karşın çimento tipine bağlı ürün portföyünü, yıllık olarak ve genel kabul görmüş tüketim alışkanlıkları ile kendi bünyesinde yürüttüğü pazar araştırmaları neticesinde gerçekleştirdiği projeksiyon ve genel bütçelemeye uygun bir şekilde oluşturmaktadır.

TS EN 197-1, TS EN 197-5 ve ASTM C 150 gibi uluslararası standartların uzun vadede kapsamlı değişikliklere açık olmaması Şirket'in ürün portföyüne ilişkin revizyon ihtiyacını en aza indirmekte olup yeni ekipman ve ürün portföyünde değişiklik ihtiyacını azaltarak maliyet avantajı yaratmaktadır.

### 3.4. Üretim Süreci

Şirket'in üretim süreci, (i) ham madde tedarigi ve hazırlanması, (ii) klinker üretimi, (iii) çimento üretimi, (iv) denetim, onay ve kalite kontrol ve (v) teslim / sevkiyat ana başlıkları altında özetlenebilir. Klinker ve çimento üretim aşamalarına ilişkin genel bir şema, aşağıda sunulmaktadır ve devamında temel üretim aşamalarına dair detaylar paylaşılmaktadır.

#### Şekil 3 : Üretim Süreci



#### Ham Madde Tedariği ve Hazırlanması

Klinker ve çimento üretiminin ilk aşaması, ilgili ham maddelerin (kalker ve marn) yer kabuğundan çıkarılmasıdır. Söz konusu ham maddeler açık maden işletme yöntemi kapsamında delme, patlatma ve diğer bazı mekanik kazı yöntemleri ile taş ocaklarından çıkarılır. Elde edilen ham maddeler, kamyonlara yüklenir ve Urfa Fabrikası'nın stok sahasına sevk edilir.

Urfa Fabrikası'na taş ocaklarından getirilen kalker ve marn madenleri öncelikle tartılır ve öğütme öncesinde boyut küçültme amacıyla çekiçli kırıcılardan geçirilir. Öğütülerek yaklaşık 25 milimetrelik boyutlara getirilen ham maddeler, fabrikanın depolama silolarında ham madde türlerine göre ayrılmış şekilde depolanır. Daha sonra, küçültülmüş ham maddeler, depolandıkları silolardan, üretilecek olan ilgili ürünün reçetesine uygun karışım oranlarına uygun olarak farin değirmenine aktarılır ve farin değirmeninde öğütülür. Malzeme, bu öğütme işlemi sonucunda 100 mikronun altına iner, homojenize olur ve (bir ara mamul olan) farin olarak bilinen forma ulaşır.

Değirmende kurutma ve öğütme için gerekli olan ısı, üretimin bir sonraki aşaması olan döner fırın ünitesinden sağlanır. Elde edilen farin numunesi, bir sonraki aşamaya geçilmesi öncesinde farin silolarına aktarılır. Üretim için gerekli olan diğer bazı ham maddeler olan boksit, alçıtaşı ve cüruf gibi klinker ve çimento üretimi için ilgili

**MENZEL YATIRIM**  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ürünün reçetesine göre üretim sürecine dahil edilmesi gereken diğer katkı maddeleri ise piyasadaki farklı tedarikçilerden tedarik edilmekte ve Urfa Fabrikası'na getirilmektedir.

### **Klinker Üretimi**

Farin eldesine kadar devam eden ham madde hazırlama aşamasından sonraki aşama ise farinin döner fırında yüksek sıcaklık altında kalsinasyonu ile klinker edilmesidir. Farin, kantarlar vasıtasıyla istenilen tonaja göre pompalar yardımıyla veya elevatörlerle döner fırınların siklonları ve ön ısıtıcı kulelerine aktarılır ve kalsinasyon işlemi başlatılır. Farin, ön ısıtıcılarda yaklaşık 1.000 °C'ye kadar ısıtılmaktadır. Ön ısıtıcılarda ısınan farin, döner fırınlara aktarılır ve burada yaklaşık 1.300 – 1.500 °C sıcaklık uygulamasına maruz bırakılarak (bir yarı mamul olan) klinkere dönüştürülür. Urfa Fabrikası'nda yer alan döner fırın, 4,5 metre çapında, 64 metre boyunda, 4 devir / dakika dönüş hızına sahip, 4.715 ton/ gün kapasiteli, 3 istasyonlu, prekalsinasyonlu, çift kuleli ve 4 kademe siklon grubuna (8 siklona) sahip bir döner fırındır. Döner fırında uygulanan yoğun ısı, malzemeyi lav haline ulaşacak seviyede eriten kimyasal ve fiziksel reaksiyonlara neden olur. Döner fırının alt ucunda kömür, doğal gaz, fuel-oil gibi yakıtlardan ısı kaynağı sağlayan alev borusu bulunur. Bu yakıtlara ilave olarak arıtma çamuru, tehlikeli atıklar ve/veya diğer atık maddeler (alternatif yakıtlar) destek yakıt olarak kullanılabilir. Fırın içindeki malzeme fırından çıkışa yaklaştıkça sıvılaşmaya başlamaktadır. Bu uygulama akabinde elde edilen klinker, döner fırından yaklaşık 1.450°C'de çıkar ve çimentonun sertleşme özelliği için önemli bir bileşen olan alit (trikalsiyum silikat) oluşumunu sağlamak amacıyla soğutma ünitesinde ani olarak soğutulmuş sıcaklığı 100°C'nin altına düşürülür. Bu işlem için, soğutma ünitesindeki hareketli ızgaralar üzerindeki sıcak klinkere, ızgara altından kuvvetli fanlar tarafından hava üflenir. Klinker, söz konusu hava uygulaması sonucunda soğuyarak soğutma ünitesinin çıkışına doğru ilerler. Soğutma hızı, üretilen klinkerin kalitesi açısından önem arz etmektedir. İşbu rapor tarihi itibarıyla Urfa Fabrikası'nda bulunan KHD Pyroflor soğutma ünitesi, 6 kamaralı, 36 metre x 33,16 metre boyutlarında, 5 cpm (circulation per minute) soğutma hızında, %70 soğutma verimliliğine ve %14 soğutma dolgu derecesine sahip bir ünite. Soğutma ünitesindeki soğuma kapsamında meydana gelen ısı aktarımı sonucu ısınan ve yüksek sıcaklığa erişen hava ise sekonder yakma havası olarak fırınlara geri verilir. Soğutma ünitelerinden çıkan klinker, klinker silolarına aktarılır ve klinker üretim süreci tamamlanmış olur.

### **Çimento Üretimi**

Şirket'in ürettiği klinker granülleri, bilyalı çimento değirmenine aktarılır ve burada (üretilen çimento türüne bağlı olarak ilgili reçete doğrultusunda belirlendiği üzere) alçıtaşı ve diğer katkı malzemeleri ile birlikte öğütülür. Alçıtaşı ilavesi, çimentonun su ile karıştırıldığında gerçekleşen reaksiyon sırasında çok hızlı katılaşmaması (priz süresinin uzatılması) için zorunludur. Değirmene giren ve öğütülen karışıma, üretilen çimento türüne bağlı olarak, katkı olarak sınıflandırılan yüksek fırın cürufu, silis dumanı, puzolan, uçucu kül, pişmiş şist, kalker ve benzeri malzemeler de eklenmektedir. Klinkere belirli miktarda alçı taşı katılarak yapılan öğütme sonucunda elde edilen ürüne Portland Çimentosu adı verilmektedir. İlave katkı katılarak öğütülen ve "katkılı çimento" olarak isimlendirilen çimentolar, katkı cinsi ve miktarına göre (portland kompoze çimento, puzolanik çimento, kompozit çimento, yüksek fırın cürufu çimento vb.) isimlendirilir. Şirket, bu aşama sonucunda ürettiği çimentoyu, çimento silolarına aktarır.

### **Denetim, Onay ve Kalite Kontrol**

Şirket, ürettiği klinker ve çimento bakımından tabi olduğu mevzuat uyarınca belirli yasal kontrol ve belgelendirme süreçlerine tabidir. Bu süreç kapsamında Türk Akreditasyon Kurumu tarafından görevlendirilen doğrulayıcı kuruluşlar Urfa Fabrikası'na gelerek bağımsız numuneler almakta ve kendi laboratuvarlarında Şirket'in ürettiği klinker ve çimentoya mukavemet ve çekme testleri de dahil olmak üzere çeşitli test, inceleme ve kontrol işlemleri uygulamaktadır. İlgili doğrulayıcı kuruluşun (kendi test verileri ile fabrikanın test verilerini TS EN 197-2 ye göre istatistiksel değerlendirmeye tabi tutması sonrasında) uygunluk raporu düzenlemesi sonrasında, ilgili belgelendirme şartları sağlanarak ürünlerin satışı gerçekleştirilmektedir. Ürünün üretimi ile yasal onay sürecinin tamamlanması arasındaki süreç 2 ila 3 ay arasında değişmek ile birlikte, Şirket'in üretim faaliyetleri yıl boyunca sürekli devam ettiğinden dolayı bu onay sürecin satış veya teslimatlar bakımından Şirket'e operasyonel bir engel teşkil etmemektedir. Ayrıca, Şirket'in kronolojik olarak sadece çimento öğütme aşaması sonrasında tekabül etmeyen ve ham madde temininden ürün teslimine kadar tüm üretim aşamalarını kapsayan kalite kontrol sistem ve prosedürleri mevcuttur. Bu kapsamda Şirket, üretimin her aşamasında hem teknik altyapı sayesinde otomatize hem de Şirket'in personeli tarafından manuel olarak kalite kontrolü gerçekleştirmektedir. Bu prosedürler çerçevesinde Şirket, farklı aşamalarda elde edilen ara ve ana malzemelerden numuneler alarak, tüm ilgili TS EN 196 standartlarına uygun olarak tasarlanmış olan kendi laboratuvarlarında, ilgili standartlarca belirlenen gerekli test ve kontrol işlemlerini yürütmektedir. İlgili laboratuvarların tüm kalibrasyon doğrulama ve güvenilirlik kontrolleri, Şirket'in yetkili personelleri tarafından, kalite kontrol sistem ve prosedürleri çerçevesinde periyodik olarak gerçekleştirilmekte olup, Şirket'in ürettiği ürünün güvenilirliği bu surette güvence altına alınmaktadır.

## Teslim / Sevkiyat

Şirket, ürettiği çimentoyu, müşterilerin talebine bağlı olarak (i) torbalı çimento ve (ii) dökme çimento olmak üzere iki farklı şekilde satmaktadır.

- Torbalı çimento satışı, üretilen çimentonun paketlere aktarılması sonrasında gerçekleştirilen satıştır. Çimento, bu satış tipinde, özel üç katlı kraft kâğıttan hazırlanan, genel olarak 50 kg'lık torbalara veya yaklaşık bir tonluk "big bag" denilen çuvalara koyulur.
- Dökme çimento satışında ise, çimento, Urfa Fabrikası'ndaki silodan doğrudan bu iş için özel olarak üretilmiş tankerele (silobas) yüklenecek alıcının (hazır beton tesislerindeki veya inşaat alanlarındaki beton santralleri gibi) ürünü kullanacağı alana sevk edilir.

Şirketin yurt içine gerçekleştirdiği satışlar, müşterilerin talebine bağlı olarak, ürünün müşteriye teslimindeki nakliye sorumluluğuna göre de (i) bant satışı ve (ii) şantiyeye teslim olarak ikiye ayrılmaktadır.

- Bant satışlarında ilgili müşteri Urfa Fabrikası'na gelerek torbalı çimento veya dökme çimentoyu teslim alır ve kendi nakliye imkanları vasıtasıyla taşır.
- Şantiyeye teslim satışlarda ise ilgili ürünün müşterinin talep ettiği yere nakliyesi de Şirket tarafından gerçekleştirilmektedir. Bu şekilde gerçekleştirilen satışlarda nakliye masrafları müşteri tarafından karşılanmakta ve satış bedeline eklenmektedir. Ayrıca nakliye sürecindeki risklere yönelik olarak temin edilen sigortalar da müşteri tarafından yaptırılmakta ve karşılanmaktadır. Şirket'in şantiyeye teslim satışlarının tamamına yakını ise, dökme çimento satışı olarak gerçekleştirilmektedir.

## 3.5.Şirket'in Finansal Durumu

### Bilanço

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 4 : Bilanço**

Bilanço (TL.)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023
Nakit Ve Nakit Benzerleri	1.132.197	1.524.084	3.232.845	29.278.121
Ticari Alacaklar	137.306.722	369.440.496	575.906.312	438.339.838
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>87.493.701</i>	<i>289.476.448</i>	<i>346.225.833</i>	<i>13.368.609</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>49.813.021</i>	<i>79.964.048</i>	<i>229.680.479</i>	<i>424.971.229</i>
Diğer Alacaklar	664.207	654.950	727.331	715.486
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>664.207</i>	<i>654.950</i>	<i>727.331</i>	<i>715.486</i>
Stoklar	36.335.081	82.400.728	199.810.304	305.743.238
Peşin Ödenmiş Giderler	292.925	4.771.559	4.304.728	3.173.028
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>175.731.132</b>	<b>458.791.817</b>	<b>783.981.520</b>	<b>777.249.711</b>
Maddi Duran Varlıklar	133.394.404	163.013.233	297.097.346	380.032.395
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.263.556	1.478.712	1.218.067	1.032.207
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>134.657.960</b>	<b>164.491.945</b>	<b>298.315.413</b>	<b>381.064.602</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>310.389.092</b>	<b>623.283.762</b>	<b>1.082.296.933</b>	<b>1.158.314.313</b>
Ticari Borçlar	98.950.928	277.396.168	132.105.622	316.378.250
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>13.650.892</i>	<i>14.654.006</i>	<i>25.123.172</i>	<i>37.788.489</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>85.300.036</i>	<i>262.742.162</i>	<i>106.982.450</i>	<i>278.589.761</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.006.198	1.394.542	3.840.695	10.084.967
Diğer Borçlar	58.896.058	157.460.655	293.970.979	122.885.206
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>58.226.056</i>	<i>156.319.114</i>	<i>291.808.697</i>	<i>117.904.246</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>670.002</i>	<i>1.141.541</i>	<i>2.162.282</i>	<i>4.980.960</i>
Ertelenmiş Gelirler	23.032.196	20.091.681	13.112.900	5.429.644
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	-	-	7.719	2.335.516
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.306.927	3.467.749	4.407.185	6.554.131
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>178.958</i>	<i>339.780</i>	<i>734.983</i>	<i>2.419.939</i>



<i>Diğer Karşılıklar</i>	3.127.969	3.127.969	3.672.202	4.134.192
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>185.192.307</b>	<b>459.810.795</b>	<b>447.445.100</b>	<b>463.667.714</b>
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.419.322	7.665.283	17.743.041	29.785.587
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	5.419.322	7.665.283	17.743.041	29.785.587
Ertelenen Vergi Yükümlülükleri	13.070.437	19.752.244	43.003.847	67.781.214
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>18.489.759</b>	<b>27.417.527</b>	<b>60.746.888</b>	<b>97.566.801</b>
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>106.707.026</b>	<b>136.055.440</b>	<b>574.104.945</b>	<b>597.079.798</b>
Ödenmiş Sermaye	350.000	350.000	350.000	386.179.700
Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	50.702.972	79.472.709	178.443.900	216.532.274
<i>Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları</i>	51.309.210	80.605.454	184.008.919	225.026.461
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları</i>	(606.238)	(1.132.745)	(5.565.019)	(8.494.187)
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	62.638	62.638	62.638	191.631
Geçmiş Yıllar Karları	2.440.567	2.439.681	276.218	(6.428.510)
Net Dönem Karı	53.150.849	53.730.412	394.972.189	604.703
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>310.389.092</b>	<b>623.283.762</b>	<b>1.082.296.933</b>	<b>1.158.314.313</b>

### Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 175.731.132 TL, 458.791.817 TL, 783.981.520 TL ve 777.249.711 TL tutarındadır. Şirket'in dönen varlıklarındaki 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki artış oranı %161,1 ve 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki artış oranı %70,9 ve 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki düşüş oranı %0,9 oranında gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim ve 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim başlıca nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, stoklar ve peşin ödenmiş giderlerdeki değişimden kaynaklanmaktadır.

### Duran Varlıklar

Şirket'in duran varlıkları, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 134.657.960 TL, 164.491.945 TL, 298.315.413 TL ve 381.064.602 TL tutarındadır. Şirket'in duran varlıklarındaki 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki artış oranı %22,2, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki artış oranı %81,4 ve 31 Aralık 2022 ile 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki artış oranı %27,7 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki duran varlıklardaki değişim, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki duran varlıklardaki değişim ve 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki duran varlıklardaki değişim maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklardaki değişimden kaynaklanmaktadır.

### Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 185.192.307 TL, 459.810.795 TL, 447.445.100 TL ve 463.667.714 TL tutarındadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerindeki 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki artış oranı %148,3, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki düşüş oranı %2,7 ve 31 Aralık 2022 ile 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki artış oranı %3,6 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki kısa vadeli yükümlülüklerindeki değişim, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki kısa vadeli yükümlülüklerindeki değişim ve 31 Aralık 2022 ile 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki kısa vadeli yükümlülüklerindeki değişim başlıca ticari borçlar ve diğer borçlardaki değişimden kaynaklanmaktadır.

### Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 18.489.759 TL, 27.417.527 TL, 60.746.888 TL ve 97.566.801 TL tutarındadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerindeki 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki artış oranı %48,3, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki artış oranı %121,6 ve 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 arasındaki artış oranı ise %60,6 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki uzun vadeli

yükümlülüklerindeki değişim, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki uzun vadeli yükümlülüklerindeki değişim ve 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 arasındaki uzun vadeli yükümlülüklerindeki değişim kıdem tazminatı karşılığı ve ertelenmiş vergi yükümlülüklerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

## Özkaynaklar

Şirket'in özkaynakları, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 106.707.026 TL, 136.055.440 TL, 574.104.945 TL ve 597.079.798 TL tutarındadır. Şirket'in özkaynaklarındaki 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki artış oranı %27,5, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki artış oranı %322,0 ve 31 Aralık 2022 ile 30 Eylül 2023 tarihleri arasındaki artış oranı %4,0 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki özkaynaklardaki değişim, 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki özkaynaklardaki değişim ve 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 arasındaki özkaynaklardaki değişim sermaye artışı, maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları, net dönem karı ve pay sahiplerine yapılan diğer ödemelerden kaynaklanmaktadır.

## Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022, 30.09.2022 ve 30.09.2023 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 5 : Gelir Tablosu**

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	314.311.096	535.718.488	1.171.096.300	826.495.843	1.442.979.539
Satışların Maliyeti (-)	(265.264.922)	(494.424.780)	(815.218.602)	(615.406.565)	(762.187.035)
<b>Brüt Kar / (Zarar)</b>	49.046.174	41.293.708	355.877.698	211.089.278	680.792.504
Pazarlama Giderleri (-)	-3.060.062	-3.996.712	-7.164.639	-5.148.526	-11.777.817
Genel Yönetim Giderleri (-)	(10.220.485)	-13.201.566	-24.942.682	-17.032.113	-40.404.752
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	43.516.042	114.759.017	182.259.712	163.305.320	146.592.261
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(24.486.569)	-82.969.479	-105.516.492	-98.585.655	-70.209.191
<b>Esas Faaliyet Karı / (Zararı)</b>	54.795.100	55.884.968	400.513.597	253.628.304	704.993.005
Finansman Gelirleri	7.151	106.325	416.689	322.442	-
Finansman Giderleri (-)	(1.620.474)	(2.766.472)	(7.431.972)	(5.134.127)	(16.223.533)
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	53.181.777	53.224.821	393.498.314	248.816.619	688.769.472
<b>Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Geliri / Gideri</b>	(30.928)	505.591	1.473.875	984.247	453.566
Dönem Vergi Gideri	(24.669)	-5.036	-17.320	-2.783	-2.335.516
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	(6.259)	510.627	1.491.195	987.030	2.789.082
<b>Dönem Karı / (Zararı)</b>	53.150.849	53.730.412	394.972.189	249.800.866	689.223.038

## Hasılat

Şirket'in satışlarına ilişkin detayları aşağıdaki gibidir:

**Tablo 6 : Hasılat Kırılımı**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Yurt İçi Satışlar	203.181.980	310.377.473	1.059.351.911	706.638.665	1.458.280.358
Yurt Dışı Satışlar (*)	114.757.365	230.454.008	137.480.753	137.480.753	-
Satış İade ve İskontoları (-)	-	-	(344.135)	-	(210.606)
Diğer İndirimler	(3.628.249)	(5.112.993)	(25.392.229)	(17.623.575)	(15.090.213)

(\*) Geçmiş dönemlerde global piyasalarda yaşanan belirsizlik neticesinde yükselen maliyet trendleri ile birlikte fiyat avantajları gözetilerek ihracat imkanları değerlendirilmiştir.

  
HÜSEYİN KAYA  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket'in 2020 yılında 203,2 milyon TL olan yurt içi satışları, 2021 yılında %53 artışla 310,4 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılında 2021 yılına kıyasla %241 artışla 1.059 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılı 3. çeyreğinde 706.6 milyon TL olan yurt içi satışların %106 artmış ve 2023'ün 3. çeyreğinde 1.458 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in 2020 yılında 114,7 milyon TL olan yurt dışı satışları, 2021 yılında %101 artışla 230,5 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılında 2021 yılına kıyasla %40 azalışla 137,5 milyon TL'ye düşmüştür. 2023'ün 3. çeyreğinde yurt dışı satışları bulunmamaktadır. Şirket'in yurt dışı satışları Limak Çimento'nun Birleşik Arap Emirlikleri'nde mukim bir iştiraki olan Limak Cement FZE'ye yapılan klinker satışlarından oluşmaktadır. Takip eden dönemlerde piyasa koşullarına göre yurt dışı satış gerçekleştirilebilir.

**Tablo 7 : Ürün Bazında Hasılat Kırılımı**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Çimento	179.298.438	306.422.342	996.111.175	651.510.718	1.366.649.569
Klinker	135.012.658	229.296.146	174.985.125	174.985.125	76.329.970
<b>Toplam</b>	<b>314.311.096</b>	<b>535.718.488</b>	<b>1.171.096.300</b>	<b>826.495.843</b>	<b>1.442.979.539</b>

Şirket'in 2020 yılında 179,3 milyon TL olan çimento satışlarının 2021 yılında %71 artışla 306,4 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılında 2021 yılına kıyasla %225 artışla 996,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023'ün 3. çeyreğinde 1.367 milyon TL çimento satışı gerçekleştirilmiştir.

Şirket'in 2020 yılında 135,0 milyon TL olan çimento satışlarının 2021 yılında %70 artışla 229,3 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılında 2021 yılına kıyasla %24 azalışla 996,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023'ün 3. çeyreğinde 1.367 milyon TL çimento satışı gerçekleştirilmiştir.

### Satışların Maliyeti

2020 yılında 265,3 milyon TL olan satışların maliyeti %86,4 artışla 2021 yılında 494,4 milyon TL'ye, 2022 yılında %64,9 artışla 815,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.-30.09.2023 döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre %23,9 artış göstererek 762 milyon TL olmuştur.

**Tablo 8: Satışların Maliyeti**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	62.288.412	104.066.696	158.457.101	128.150.006	117.448.582
Doğrudan İşçilik Giderleri	11.519.778	14.268.374	24.327.140	17.479.907	40.458.623
Genel Üretim Giderleri	177.207.930	363.799.286	663.543.308	475.896.686	634.504.018
Amortisman ve İtfa Giderleri	11.343.215	9.774.540	10.189.248	5.990.382	12.536.554
<b>Toplam Üretim Maliyeti</b>	<b>262.359.335</b>	<b>491.908.896</b>	<b>856.516.797</b>	<b>627.516.981</b>	<b>804.947.777</b>
Yarı Mamul Stoklarındaki Değişim	(1.322.933)	(155.897)	(38.400.001)	(9.688.584)	(59.428.978)
Mamul Stoklarındaki Değişim	2.025.607	74.421	(3.239.644)	(2.709.974)	2.069.142
Satılan Mamullerin Maliyeti	702.674	(81.476)	(41.639.645)	(12.398.558)	(57.359.836)
Satılan Ticari Malların Maliyeti	2.202.913	2.597.360	341.450	288.142	14.599.094
<b>Toplam Satışların Maliyeti</b>	<b>265.264.922</b>	<b>494.424.780</b>	<b>815.218.602</b>	<b>615.406.565</b>	<b>762.187.035</b>

### Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

**Tablo 9 : Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Pazarlama Giderleri (-)	3.060.062	3.996.712	7.164.639	5.148.526	11.777.817
Genel Yönetim Giderleri (-)	10.220.485	13.201.566	24.942.682	17.032.113	40.404.752
<b>Toplam Faaliyet Gideri (-)</b>	<b>13.280.547</b>	<b>17.198.278</b>	<b>32.107.321</b>	<b>22.180.639</b>	<b>52.182.569</b>

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	43.516.042	114.759.017	182.259.712	163.305.320	146.592.261
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(24.486.569)	(82.969.479)	(105.516.492)	(98.585.655)	(70.209.191)
<b>Esas Faaliyet Karı / (Zararı)</b>	<b>54.795.100</b>	<b>55.884.968</b>	<b>400.513.597</b>	<b>253.628.304</b>	<b>704.993.005</b>
<i>FVÖK Marjı (%)</i>	<i>17,4</i>	<i>10,4</i>	<i>34,2</i>	<i>30,7</i>	<i>48,9</i>

### Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in 2020 yılsonunda 3,0 milyon TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2021 yılında %31 artış göstererek 4,0 milyon TL seviyesine yükselmiş, 2022 yılında ise 2021 yılsonuna göre %79 artışla 7,1 milyon TL olmuştur. 2023'ün 3.çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %129 artış ile 11,8 milyon TL olmuştur.

**Tablo 10 : Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Personel Giderleri	1.159.649	1.444.495	2.631.979	1.848.449	5.336.763
Nakliye ve Paketleme Giderleri	738.354	884.035	1.629.286	1.152.385	2.460.601
Elektrik, Su ve Benzeri Giderler	429.621	709.458	1.723.343	1.246.427	1.591.668
Amortisman ve İtfâ Payları	427.886	390.258	411.539	308.951	539.050
Diğer	304.552	568.466	768.492	592.314	1.849.735
<b>Toplam</b>	<b>3.060.062</b>	<b>3.996.712</b>	<b>7.164.639</b>	<b>5.148.526</b>	<b>11.777.817</b>

### Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in 2020 yılında 10,2 milyon TL olan genel yönetim giderleri, 2021 yılında %29 artış göstererek 13,2 milyon TL seviyesine yükselmiş, 2022 yılında ise 2021 yılsonuna göre %89 artışla 24,9 milyon TL olmuştur. 2023'ün 3.çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre %137 artış ile 40,4 milyon TL olmuştur.

**Tablo 11 : Genel Yönetim Giderleri**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Personel Giderleri	7.500.769	9.807.015	18.242.825	12.575.258	31.778.254
Bakım ve Onarım Giderleri	652.998	1.110.904	1.749.416	1.217.073	2.445.117
Elektrik, Su ve Benzeri Giderler	503.860	401.246	1.108.790	681.714	1.835.748
Ödenen Vergi ve Harçlar	244.400	281.094	362.851	271.883	630.155
Kira Giderleri	166.810	224.925	377.408	264.637	583.163
Müşavirlik Giderleri	342.135	130.953	196.395	155.962	345.791
Amortisman ve İtfâ Payları	251.548	161.029	150.358	103.108	177.195
Diğer	557.965	1.084.400	2.754.639	1.762.478	2.609.329
<b>Toplam</b>	<b>10.220.485</b>	<b>13.201.566</b>	<b>24.942.682</b>	<b>17.032.113</b>	<b>40.404.752</b>

### FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Şirket'in FAVÖK'ü 2020 yılında 66,8 milyon TL, 2021 yılında 66,2 milyon TL, 2022 yılın üçüncü çeyreğinde 260,0 milyon, 2022 yılında 411,3 milyon TL ve 2023 yılı ilk çeyreğinde 718,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

FAVÖK marjları sırasıyla %21,3, %12,4, %35,1, %31,5 ve %49,8 gerçekleşmiştir.

**Tablo 12 : FAVÖK ve FAVÖK Marjı**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
FVÖK	54.795.100	55.884.968	400.513.597	253.628.304	704.993.005
Amortisman	12.022.649	10.325.827	10.751.145	6.402.441	13.252.799
<b>FAVÖK</b>	<b>66.817.749</b>	<b>66.210.795</b>	<b>411.264.742</b>	<b>260.030.745</b>	<b>718.245.804</b>

### Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in; 31.12.2020, 31.12.2021, 30.09.2022, 31.12.2022, 30.09.2022 ve 30.09.2023 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerinin detayı gösterilmiştir.

**Tablo 13 : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kur Farkı Gelirleri	42.124.840	113.640.882	179.312.584	161.434.469	142.126.437
Hurda Satış Karları	92.788	265.774	452.302	329.014	1.504.047
Vade Farkı Gelirleri	104.762	21.303	1.014.244	701.461	1.004.123
Diğer	1.193.652	831.058	1.480.582	840.376	1.957.654
<b>Toplam</b>	<b>43.516.042</b>	<b>114.759.017</b>	<b>182.259.712</b>	<b>163.305.320</b>	<b>146.592.261</b>

Şirket'in 2020 yılında 43,5 milyon TL olan esas faaliyetlerinden diğer gelirleri, 2021 yılında %164 artış göstererek 114,8 milyon TL seviyesine yükselmiş, 2022 yılında ise 2021 yılına göre %59 artışla 182,3 milyon TL olmuştur. 2023'ün üçüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %10 azalış ile 146,6 milyon TL olmuştur.

### Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 30.09.2022, 31.12.2022, 30.09.2022 ve 30.09.2023 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Giderlerinin detayı gösterilmiştir.

**Tablo 14 : Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kur Farkı Giderleri	(24.335.446)	(82.801.871)	(104.719.344)	(97.863.809)	(68.859.561)
Dava Karşılık Giderleri	-	-	(544.233)	(544.233)	(461.990)
Diğer	(151.123)	(167.608)	(252.915)	(177.613)	(887.640)
<b>Toplam</b>	<b>(24.486.569)</b>	<b>(82.969.479)</b>	<b>(105.516.492)</b>	<b>(98.585.655)</b>	<b>(70.209.191)</b>

Şirket'in 2020 yılında 24,5 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer giderleri, 2021 yılında %239 artış göstererek 83,0 milyon TL seviyesine yükselmiş, 2022 yılında ise 2021 yılına göre %27 artışla 105,5 milyon TL olmuştur. 2023'ün üçüncü çeyreğinde önceki yılın aynı dönemine göre %29 azalış ile 70,2 milyon TL olmuştur.

### Finansman Gelirleri

**Tablo 15 : Finansman Gelirleri**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Kur Farkı Gelirleri	7.151	94.780	387.979	294.637	-
Faiz Gelirleri	-	11.545	28.710	27.805	-
<b>Toplam</b>	<b>7.151</b>	<b>106.325</b>	<b>416.689</b>	<b>322.442</b>	<b>-</b>

Şirket'in 2020 yılı finansman gelirleri 7,2 bin TL'den %1387 artarak 2021 yılında 106,3 bin TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında 2021 yılına göre %292 artışla 416,7 bin TL'ye gelmiştir. Buradaki en büyük kalem kur farkı gelirleridir.

### Finansman Giderleri

**Tablo 16 : Finansman Giderleri**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Teminat Mektubu ve Komisyon Giderleri	(873.319)	(1.153.876)	(3.446.277)	(1.543.140)	(9.837.503)
Kıdem Tazminatı Yükümlülüğü Faiz Gideri	(718.060)	(1.456.404)	(3.981.538)	(3.586.830)	(6.386.030)

Kur Farkı Giderleri	(6.558)	(98.863)	(4.157)	-	-
Faiz Giderleri	(22.537)	(57.329)	-	-	-
<b>Toplam</b>	<b>(1.620.474)</b>	<b>(2.766.472)</b>	<b>(7.431.972)</b>	<b>(5.129.970)</b>	<b>(16.223.533)</b>

Şirket'in 2020 yılı finansman gelirleri 1,6 milyon TL'den %71 artarak 2021 yılında 2,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında 2021 yılına göre %169 artışla 7,4 milyon TL'ye gelmiştir.

#### Net Dönem Karı

Şirket'in 2020 yılında 53,2 milyon TL olan dönem karı, 2021 yılında %1 artış göstererek 53,7 milyon TL seviyesine yükselmiş, 2022 yılında ise 2021 yılına göre %635 artışla 395,0 milyon TL olmuştur. 2023'ün 3. çeyreğinde net dönem karı 689,2 milyon TL olmuştur.

#### 4. ÇİMENTO SEKTÖRÜ

Çimento sektöründe faaliyet gösteren Şirket'in ana faaliyet konusu klinker ve çimento üretimi ve pazarlaması ile yurt içi ve yurt dışı satışı olması nedeniyle hizmet ettiği sektör inşaat endüstrisidir.

Şirket'in ürünlerini kullanan inşaat endüstrilerinde faaliyet gösteren işletmelerin ihtiyaçları dinamik olup artış potansiyelindedir. İnşaat projelerindeki ve gereksinimlerdeki artışlar, kentsel ihtiyaçların değişmesi veya nüfus hareketliliği gibi durumların yanında her ne kadar istenmeyen ve üzücü bir durum olsa da doğal afetlerden kaynaklı yıkımlar nedeniyle de olabilmektedir.

Çimentonun niteliği ve tabi olduğu yasal düzenlemeler gereği raf ömrü kısa olduğundan, Şirket'in en önemli satış pazarı, Urfa Fabrikası'nın merkezinde bulunduğu 100 ila 150 kilometrelik yarıçapı olan bir bölgedir. Dolayısıyla da, Şirket'in ana satış pazarı Urfa Fabrikası'nın bulunduğu Şanlıurfa ili ve ilçeleri, yakın bir il olan Adıyaman ili ve Güneydoğu Anadolu Bölgesi'dir. Sektörde yer alan rakip firmalar da bu nedenle genellikle 250 kilometrelik mesafeye kadar olan bölgesel pazarlara yönelik çalışmaktadır. Bu durumun sektörün geneli bakımından doğabilecek olan firmalar arası rekabeti firma sayısı açısından sınırlama konusunda avantaj yarattığı söylenebilir.

Şirket'in ürünlerinin kullanıcı kitlesi olan inşaat endüstrisi için temel sektörel göstergeler ise şu şekildedir:

#### İnşaat Endüstrisi ile İlgili Küresel Göstergeler

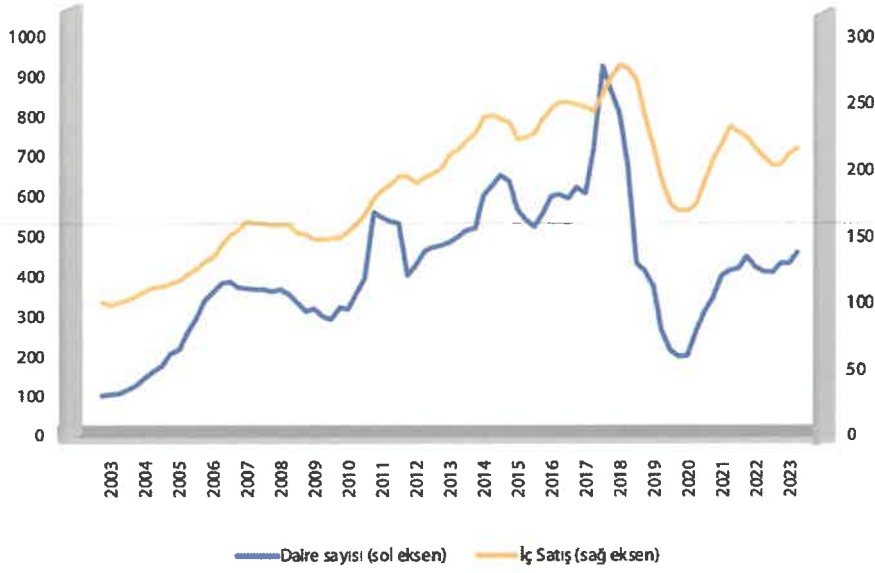
Son dönemde tüm dünyayı etkisi altına alan pandemiye ve küresel yatırım tercihlerindeki değişikliklere karşın, 2030 yılına dek inşaat sektörünün toplam hacminin yüzde 85 oranında artış göstererek dünya çapında 15,5 trilyon ABD Doları'na ulaşacağı öngörülmektedir (Kaynak: <https://www.pwc.com.tr/en/hizmetlerimiz/altyapi-yatirimlari/yayinlar/pwc-global-construction-2030.html>).

İnşaat endüstrisinin büyümesinin ana göstergeleri arasında, altyapı ve üst yapıya olan ihtiyaçlar ile çimento ve betonun talep düzeyleri bulunmaktadır. Dünya çapında altyapı ve üst yapı gereksinimleri ile bu alanlardaki gelişmeler değerlendirildiğinde, bununla bağlantılı olarak çimento kullanımı ve inşaat projeleri incelendiğinde, Şirket'in faaliyet gösterdiği çimento üretimine artan bir talep trendinin olduğu gözlemlenmektedir.

İnşaat sektörü, ülkemizdeki en hareketli ve itici güç olan alanlardan biri olarak ifade edilmektedir. Türkiye Büyük Millet Meclisi ("TBMM") Deprem Araştırma Komisyonu'nun raporuna göre, ülkemizde bulunan 28,6 milyon konutun yaklaşık 6,7 milyonunun depreme dayanıklılık açısından yetersiz olduğu belirtiliyor. Bu sayının zamanla güncelleneceği beklenmektedir. 2035 yılına kadar 6,7 milyon konutun yeniden inşası amacıyla her yıl ortalama 500.000 yeni konut yapılması gerekmektedir. Deprem riski bulunan bölgelerde inşa edilen konutlar da bu hesaba katılabilir. Özellikle kentsel dönüşüm projeleri kapsamında, her yıl ek olarak 200 bin konutun inşası planlanmaktadır. Bu durum, yıllık ek olarak 12 ile 14 milyon metreküp hazır betona ihtiyaç duyulabileceğini göstermektedir. (Kaynak: [Türkiye Hazır Beton Birliği \("THBB"\), www.thbb.org/media/661866/2022-haz%C4%B1r-beton-sekt%C3%B6r-raporu-04052023.pdf](http://www.thbb.org/media/661866/2022-haz%C4%B1r-beton-sekt%C3%B6r-raporu-04052023.pdf)) Ek olarak, bir önceki yılın aynı çeyreğine göre, 2023 yılı ikinci çeyreğinde belediyeler tarafından yapı ruhsatı verilen yapıların bina sayısı %5,7, daire sayısı %31,3 ve yüz ölçümü %25,6 oranında artmıştır. (Kaynak: [Türkcimento, www.turkcimento.org.tr/uploads/pdf/a%C4%9Fustos\\_2023.pdf](http://www.turkcimento.org.tr/uploads/pdf/a%C4%9Fustos_2023.pdf))

Aşağıdaki grafikte, yıllıklandırılmış verilere göre yapılan hesaplamalar kapsamında yapı ruhsatı verilen daire sayısı ile çimento satışı arasındaki etkileşim yer almaktadır:

#### Şekil 4 : Yapı Ruhsatı / Çimento İç Satışı

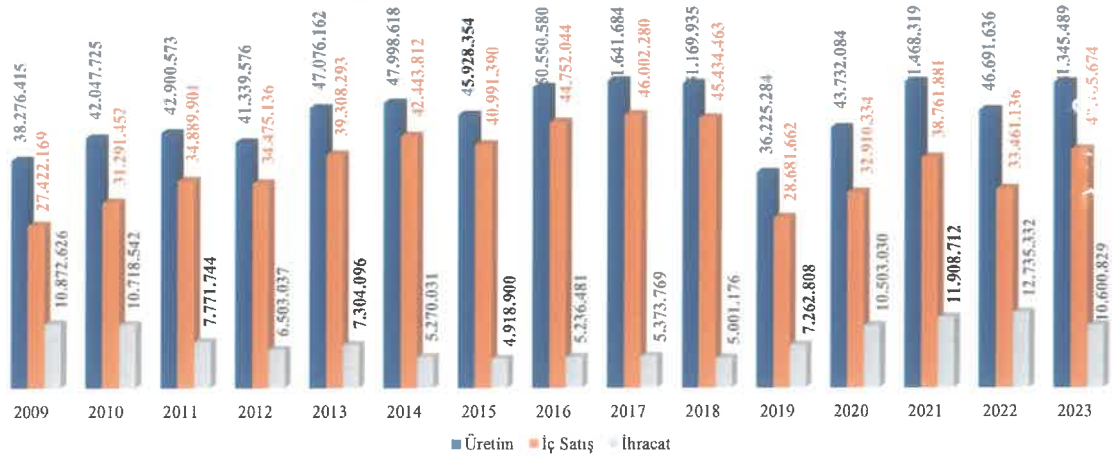


Kaynak: TÜİK, Türkçimento

Türkçimento tarafından yayımlanan verilere göre, 2023 yılında, genel olarak çimento üretimi ve iç satışlarda önemli bir artış görülmektedir. Özellikle Şirket'in satışlarının yaptığı Doğu Anadolu ve Güneydoğu Anadolu Bölgelerinde çimento üretiminde ve iç satışlarda belirgin bir yükseliş dikkat çekmektedir. Buna karşılık, ihracat genel olarak düşüş göstermiş, bu durum çimento sektörünün yerel pazarlara daha fazla odaklanmasına işaret etmektedir.

Aşağıdaki grafikte 2009 ile 2023 yılları arasında Türkiye'de gerçekleştirilen toplam çimento üretimi ile satışlarının iç satış ve ihracat miktarlarının karşılaştırması yer almaktadır:

#### Şekil 5 : Türkiye'de Gerçekleştirilen Toplam Çimento Üretimi İle Satışlarının İç Satış ve İhracat Miktarlarının Karşılaştırması



Kaynak: Türkçimento, [www.turkçimento.org.tr/uploads/pdf/a%C4%9Fustos\\_2023.pdf](http://www.turkçimento.org.tr/uploads/pdf/a%C4%9Fustos_2023.pdf)

Klinker üretimi açısından bakıldığında, Klinker ihracatında ise genel bir düşüş söz konusu, bu da yerel pazarın klinker ihtiyacının arttığını göstermektedir.

Genel olarak, bu veriler Türkiye'nin çimento pazarında 2022'ye kıyasla 2023'te önemli değişiklikler yaşandığını

göstermektedir. Bu değişiklikler, iç pazarın güçlenmesi ve ihracatta yaşanan düşüşle birlikte değerlendirildiğinde, sektörün yerel pazar dinamiklerine daha fazla odaklanmış olduğuna işaret etmektedir. (Kaynak: Türkçimento, <https://www.turkcimento.org.tr/tr/istatistikler/aylik-veriler>)

Türkçimento tarafından yayımlanan son aylık ekonomik rapor uyarınca, 2023 yılı II. çeyreğinde, belediyeler tarafından verilen yapı ruhsatlarının bina sayısı %5,7, daire sayısı %31,3 ve yüzölçümü %25,6 artış göstermektedir. Bu, sektördeki canlılığın ve inşaat faaliyetlerindeki artışın bir göstergesidir. Öte yandan, aynı dönemde yapı kullanma izin belgelerinde %28,6'lık bir azalma gözlemlenmiştir. Bu veri, tamamlanan projelerin sayısında bir düşüşe işaret ediyor.

Yıllara göre yapı ruhsatı ve yapı kullanma izin belgesi verileri incelendiğinde, 2017 yılından itibaren yapı ruhsatı sayısında düşüş trendi, 2019 yılından itibaren ise iskân izinlerinde düşüş görülmektedir. 2023 yılında iskân izin sayısındaki düşüş devam ederken, yapı ruhsatı sayısında artış yaşanmıştır.

İlgili raporda, Türkiye İstatistik Kurumu'nun ("TÜİK") Yapı Ruhsatı verileri ve TCMB'nin çimento iç satış istatistikleri, yapı ruhsatı verilen daire sayısı ile çimento satışı arasında önemli bir etkileşim olduğunu ortaya koymaktadır. 2020 yılının 2. çeyreğinden itibaren artış gösteren trend, 2022'de tersine dönse de, 2023 yılında tekrar yükselişe geçtiği gözlemlenmektedir. Bu durum, inşaat sektöründeki dalgalanmaları ve ekonomik etkilere işaret etmektedir. (Kaynak: Türkçimento, [https://www.turkcimento.org.tr/uploads/pdf/a%C4%9Fustos\\_2023.pdf](https://www.turkcimento.org.tr/uploads/pdf/a%C4%9Fustos_2023.pdf))

Nisan 2023'te THBB tarafından yayınlanan 2022 Hazır Beton Sektör Raporu'na göre, 2021 yılına ait resmi verilere dayanarak hazır beton sektörünün 36 milyar Türk Lirası üzerinde bir ciro, 37 binin üzerinde istihdam ve yıllık 105 milyon metreküp üretim ile Türkiye ekonomisi ve inşaat alanında önemli bir rol oynadığı belirtiliyor. Ayrıca, raporda Avrupa Hazır Beton Birliği ("ERMCO") verilerine göre 2021 yılında Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin toplamda ürettikleri 272,5 milyon metreküp betona karşın Türkiye'nin tek başına 105 milyon metreküp beton ürettiği ve bu kapasiteyle AB ülkeleri arasında lider konumda olduğu vurgulanıyor. Bu durum, ihracatın yanı sıra Türkiye'nin de Şirket için kritik bir pazar olduğunu göstermektedir. (Kaynak: THBB, <https://www.thbb.org/haberler/turkiye-hazir-beton-birliqi-2022>)

## 5. DEĞERLEME ANALİZİ

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- iii. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları
- iv. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

### Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Gelir Yaklaşımı aşağıda tanımlanmıştır:

#### Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.



UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca, değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı; gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. İşbu değerlendirme çalışması kapsamında gelir yaklaşımında İNA yöntemi kullanılmış olup; UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.2 uyarınca, İNA yönteminde tahmini nakit akımları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta - uzun vadeli değerini yansıtan İNA yöntemine göre, şirket paylarının değerinin, şirketin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilmektedir.

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son yılındaki nakit akımları baz alınarak ve şirket faaliyetlerinin süresiz bir şekilde devam edileceği varsayılarak devam eden değer tahmini yapılmaktadır.

İşbu rapora konu değerlendirme çalışması kapsamında, 30.09.2023 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2023 4. çeyrek - 2028 yılları arası da projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılabilecek nakit akımları ve diğer finansal verilerin; projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlendirme konusu Şirket tarafından elde edilen nakit akımları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

## Makro Varsayımlar

**Tablo 17 : Makro Varsayımlar**

	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)*	%64.8	%39.5	%26.0	%22.0	%20.0	%18.0
ABD TÜFE Enflasyon (dönem sonu)**	%3.0	%2.6	%2.3	%2.1	%2.4	%1.6
USD/TRY (dönem sonu)*	29.4	42.8	46.0	49.0	52.0	55.0
USD/TRY (ortalama)*	23.8	36.7	44.5	47.5	50.5	53.5

(\*) Orta Vadeli Plan öngörülleri ile uyumludur.

(\*\*) Kaynak: IMF

Makro varsayımlarda Halk Yatırım'ın Orta Vadeli Plan (OVP) öngörülleri ile uyumlu olan makro tahminleri kullanılmıştır.

## Gelir Analizleri

**Tablo 18 : Yurt İçi ve Yurt Dışı Satış Tonajı ile Birim Satış Fiyatı Projeksiyonu**

	Birim	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Klinker Üretim Kapasitesi	Ton	1.485.000	1.485.000	1.485.000	1.485.000	1.485.000	1.485.000
Klinker Üretimi	Ton	1.186.420	1.326.699	1.326.699	1.326.699	1.326.699	1.326.699
Kapasite Kullanımı	%	79,9	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3
Klinker Satışı (Yurt İçi)	Ton	141.854	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000

Klinker Satışı (Yurt İçi)	TL	184.410.200	262.957.500	331.326.450	404.218.269	485.061.923	572.373.069
Klinker Ortalama Birim Satış Fiyatı (Yurt İçi)	TL / Ton	1.300,0	1.813,5	2.285,0	2.787,7	3.345,3	3.947,4
Klinker Satışı (Yurt Dışı)	Ton	0	0	0	0	0	0
Toplam Klinker Satışı	Ton	141.854	145.000	145.000	145.000	145.000	145.000
Toplam Klinker Satışı	TL	184.410.200	262.957.500	331.326.450	404.218.269	485.061.923	572.373.069
Klinker Ortalama Birim Satış Fiyatı (Toplam)	TL / Ton	1.300,0	1.813,5	2.285,0	2.787,7	3.345,3	3.947,4
Çimento Üretim Kapasitesi	Ton	2.201.760	2.201.760	2.201.760	2.201.760	2.201.760	2.201.760
Çimento Üretimi	Ton	1.272.017	1.450.000	1.450.000	1.450.000	1.400.000	1.400.000
Kapasite Kullanımı	%	57,8	65,9	65,9	65,9	63,6	63,6
Çimento Üretimi İçin Kullanılan Klinker Miktarı	Ton	1.042.637	1.188.525	1.188.525	1.188.525	1.147.541	1.147.541
Üretilen Çimento / Kullanılan Klinker Oranı	%	122	122	122	122	122	122
Çimento Satışı (Yurt İçi)	Ton	1.226.082	1.350.000	1.350.000	1.350.000	1.300.000	1.300.000
Çimento Satışı (Yurt İçi)	TL	2.000.965.263	3.073.464.000	3.872.564.640	4.724.528.861	5.459.455.572	6.442.157.576
Çimento Ortalama Birim Satış Fiyatı (Yurt İçi)	TL / Ton	1.632	2.277	2.869	3.500	4.200	4.956
Çimento Satışı (Yurt Dışı)	Ton	45.936	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Çimento Satışı (Yurt Dışı)	USD	3.077.695	6.874.200	7.032.307	7.179.985	7.352.305	7.469.942
Çimento Ortalama Birim Satış Fiyatı (Yurt Dışı)	USD / Ton	67	69	70	72	74	75
Yurt Dışı Çimento Satışı Ort. USD / TRY	Kur	24,0	36,7	44,5	47,5	50,5	53,5
Çimento Satışı (Yurt Dışı)	TL	73.864.686	251.939.430	312.937.644	341.049.289	371.291.386	399.641.873
Çimento Ortalama Birim Satış Fiyatı (Yurt Dışı)	TL / Ton	1.608	2.519	3.129	3.410	3.713	3.996
Toplam Çimento Satışı	Ton	1.272.017	1.450.000	1.450.000	1.450.000	1.400.000	1.400.000
Toplam Çimento Satışı	TL	2.074.829.949	3.325.403.430	4.185.502.284	5.065.578.150	5.830.746.959	6.841.799.449
Çimento Ortalama Birim Satış Fiyatı (Toplam)	TL / Ton	1.631	2.293	2.887	3.494	4.165	4.887

(\*) 2023 yıllık projeksiyondan 2023/09 3 çeyrek için gerçekleşen sonuçlar çıkarılarak elde edilmiştir.

Şirket'in klinker üretim kapasitesi 1.485.000 tondur. 2020 - 2023 arası dönemde klinker üretim kapasitesi kullanım oranı ortalama %90,6 olarak hesaplanmıştır. Aynı dönem için (3 yıllık) ton bazında toplam klinker satışı YBBO'su -%41,2 iken, TL bazında %11,0 olarak hesaplanmıştır. Ton başına ortalama klinker satış fiyatının söz konusu dönemdeki YBBO'su %88,6 olarak gerçekleşmiştir. Şirket bu dönemde klinker satışını ton bazında azaltmış ve klinker üretiminin büyük kısmını kendi çimento üretimine yönlendirmiştir. 2023 4. Çeyrek - 2028 arası projeksiyon döneminde; Şirket klinker üretimi için kapasite artışı planlamamakta olup, ortalama kapasite kullanım oranı %89,3 olarak tahmin edilmiştir. Projeksiyon döneminde Şirket yurt dışına klinker satışı yapmayacağı belirtiltiği için yalnızca yurt içi satışlar tahmin edilmiştir. 2023 yılı yurt içi satışlar için hesaplanan ton başına ortalama klinker satış fiyatı, projeksiyon döneminde TÜFE oranında artırılmış ve Şirket'in satmayı hedeflediği tonaj ile çarpılarak toplam klinker satışları elde edilmiştir. Projeksiyon döneminde toplam klinker satışı için ton bazında YBBO %0,4 olarak, TL bazında YBBO ise %25,4 olarak tahmin edilmiştir. Ton başına ortalama klinker satış fiyatının projeksiyon dönemindeki YBBO'su %24,8 olarak projekte edilmiştir.

Şirket'in çimento üretim kapasitesi 2.201.760 tondur. 2020 - 2023 arası dönemde çimento üretim kapasitesi kullanım oranı ortalama %49,4 olarak hesaplanmıştır. Aynı dönem için (3 yıllık) ton bazında toplam çimento

satışı YBBO'su %10,2 iken, TL bazında %126,2 olarak hesaplanmıştır. Ton başına ortalama çimento satış fiyatının söz konusu dönemdeki YBBO'su %105,2 olarak gerçekleşmiştir. 2023 4. Çeyrek – 2028 arası projeksiyon döneminde; Şirket çimento üretimi için kapasite artışı planlamamakta olup, ortalama kapasite kullanım oranı %64,9 olarak tahmin edilmiştir. Şirket'in bulunduğu bölgede, gerek alt yapı gerek üst yapı için yapılması gereken yapısal güçlendirme, yenileme ve onarım faaliyetleri kapsamında ihtiyaç duyulacak olan çimento miktarının artışını sürdüreceği öngörülmektedir. Özellikle Kahramanmaraş, Hatay, Gaziantep, Malatya, Diyarbakır, Kilis, Şanlıurfa, Adıyaman, Osmaniye ve Adana illerinde projeksiyon dönemi boyunca çimento ihtiyacının önemli ölçüde artacağı beklenmektedir. 2023 yılı yurt içi satışlar için hesaplanan ton başına ortalama çimento satış fiyatı projeksiyon döneminde TÜFE oranında artırılmış ve Şirket'in satmayı hedeflediği tonaj ile çarpılarak toplam yurt içi çimento satışları elde edilmiştir. Öte yandan 2023 yılı yurt dışı satışlar için hesaplanan ton başına ortalama çimento satış fiyatının USD cinsi olması sebebiyle, ilgili fiyatlar projeksiyon döneminde IMF'in ABD TÜFE tahminleri ile artırılmış ve daha sonra öngörülen USD / TRY ortalama kur tahmini ile TL'ye dönülüp Şirket'in satmayı hedeflediği tonaj ile çarpılarak yurt dışı çimento satışları elde edilmiştir. Projeksiyon döneminde toplam çimento satışı için ton bazında YBBO %1,9 olarak, TL bazında YBBO ise %27,0 olarak tahmin edilmiştir. Ton başına ortalama çimento satış fiyatının projeksiyon dönemdeki YBBO'su %24,5 olarak projekte edilmiştir.

**Tablo 19: Net Satışlar**

Net Satışlar (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Klinker</b>	<b>184.410.200</b>	<b>262.957.500</b>	<b>331.326.450</b>	<b>404.218.269</b>	<b>485.061.923</b>	<b>572.373.069</b>
Yurt İçi	184.410.200	262.957.500	331.326.450	404.218.269	485.061.923	572.373.069
Yurt Dışı	-	-	-	-	-	-
<b>Çimento</b>	<b>2.074.829.949</b>	<b>3.325.403.430</b>	<b>4.185.502.284</b>	<b>5.065.578.150</b>	<b>5.830.746.959</b>	<b>6.841.799.449</b>
Yurt İçi	2.000.965.263	3.073.464.000	3.872.564.640	4.724.528.861	5.459.455.572	6.442.157.576
Yurt Dışı	73.864.686	251.939.430	312.937.644	341.049.289	371.291.386	399.641.873
<b>Toplam Net Satışlar</b>	<b>2.259.240.149</b>	<b>3.588.360.930</b>	<b>4.516.828.734</b>	<b>5.469.796.419</b>	<b>6.315.808.882</b>	<b>7.414.172.518</b>

Klinker ve çimento satışları toplamı yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. 2020 – 2023 arası net satışların YBBO'su %93,0 iken, 2023 – 2028 arası YBBO %26,8 olarak tahmin edilmektedir.

**Tablo 20: Satışların Maliyeti**

Satışların Maliyeti	Birim	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Çimento</b>	<b>TL</b>	<b>1.079.083.455</b>	<b>1.715.948.262</b>	<b>2.162.094.811</b>	<b>2.637.755.669</b>	<b>3.056.158.292</b>	<b>3.606.266.785</b>
<i>Çimento Ortalama Birim Satışların Maliyeti</i>	<i>TL / Ton</i>	<i>848</i>	<i>1.183</i>	<i>1.491</i>	<i>1.819</i>	<i>2.183</i>	<i>2.576</i>
<b>Klinker</b>	<b>TL</b>	<b>99.551.154</b>	<b>141.953.767</b>	<b>178.861.746</b>	<b>218.211.330</b>	<b>261.853.596</b>	<b>308.987.244</b>
<i>Klinker Ortalama Birim Satışların Maliyeti</i>	<i>TL / Ton</i>	<i>702</i>	<i>979</i>	<i>1.234</i>	<i>1.505</i>	<i>1.806</i>	<i>2.131</i>
<b>Amortisman</b>	<b>TL</b>	<b>19.642.482</b>	<b>31.198.239</b>	<b>39.270.605</b>	<b>47.555.979</b>	<b>54.911.454</b>	<b>64.460.943</b>
<b>Toplam</b>	<b>TL</b>	<b>1.198.277.090</b>	<b>1.889.100.268</b>	<b>2.380.227.161</b>	<b>2.903.522.978</b>	<b>3.372.923.343</b>	<b>3.979.714.971</b>

Çimento satışlarının ton başına ortalama birim maliyeti 2020 – 2023 arası dönem için YBBO'su %69,2 olarak hesaplanmaktadır. Öte yandan aynı dönem için çimento satışlarının toplam maliyetinin YBBO'su %86,5 olmuştur. 2023 yılı için oluşan ton başına ortalama birim maliyet TÜFE ile artırılmış ve satılması planlanan tonaj ile çarpılarak toplam çimento satışlarının maliyeti hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde çimento satışlarının ton başına ortalama birim maliyeti YBBO'su %24,9 ve toplam çimento satışlarının maliyeti YBBO'su %27,3 olarak tahmin edilmiştir.

Klinker satışlarının ton başına ortalama birim maliyeti 2020 – 2023 arası dönem için YBBO'su %77,3 olarak hesaplanmaktadır. Öte yandan aynı dönem için klinker satışlarının toplam maliyetinin YBBO'su %4,3 olmuştur. 2023 yılı için oluşan ton başına ortalama birim maliyet TÜFE ile artırılmış ve satılması planlanan tonaj ile

çarpılarak toplam klinker satışlarının maliyeti hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde klinker satışlarının ton başına ortalama birim maliyeti YBBO'su %24,9 ve toplam klinker satışlarının maliyeti YBBO'su %25,4 olarak tahmin edilmiştir.

Hesaplanan klinker ve çimento satış maliyetlerine amortisman giderleri eklenerek toplam satışların maliyetine ulaşılmıştır.

**Tablo 21: Faaliyet Giderleri**

Faaliyet Giderleri	Birim	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Pazarlama Giderleri (-)	TL	17.778.123	28.237.069	35.543.249	43.042.220	49.699.553	58.342.655
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Genel Yönetim Giderleri (-)	TL	60.129.293	95.503.618	120.214.631	145.577.704	168.094.182	197.326.944
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
<b>Toplam Faaliyet Gideri (-)</b>	<b>TL</b>	<b>77.907.416</b>	<b>123.740.687</b>	<b>155.757.880</b>	<b>188.619.924</b>	<b>217.793.735</b>	<b>255.669.599</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4

2020, 2021, 2022 ve 2023/09 dönemlerinde gerçekleşen faaliyet giderlerinin net satışlara oranının ortalaması hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu oranın korunacağı varsayılmıştır.

**Tablo 22: Yatırımlar**

Yatırımlar	Birim	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Yatırımlar	TL	25.977.856	53.825.414	67.752.431	82.046.946	94.737.133	111.212.588
Net Satışlar	TL	2.259.240.149	3.588.360.930	4.516.828.734	5.469.796.419	6.315.808.882	7.414.172.518
<i>Yatırımlar / Net Satışlar</i>	%	1,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5

2020, 2021, 2022 ve 2023/09 dönemlerinde gerçekleşen koruma ve yenileme yatırım tutarlarının net satışlara oranının ortalaması %1,3 olarak hesaplanmıştır. Şirket, projeksiyon dönemi boyunca kapasite artışı yatırımı planlamamaktadır<sup>1</sup>. Koruma ve yenileme yatırımlarının net satışlara oranının; kapasite kullanım oranının artması ve buna bağlı olarak tesislerdeki malzeme ve ekipman yaşlanması göz önüne alınarak ihtiyatlılık ilkesi gereği %1,5 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

**Tablo 23: Amortisman**

Amortisman ve İtfa Payları	Birim	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışların Maliyeti	TL	19.642.482	31.198.239	39.270.605	47.555.979	54.911.454	64.460.943
<i>Toplam İçerisindeki Payı</i>	%	94,7	94,7	94,7	94,7	94,7	94,7
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	TL	818.948	1.300.738	1.637.296	1.982.736	2.289.405	2.687.549
<i>Toplam İçerisindeki Payı</i>	%	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Genel Yönetim Giderleri	TL	283.749	450.680	567.291	686.979	793.234	931.183
<i>Toplam İçerisindeki Payı</i>	%	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
<b>Toplam Amortisman ve İtfa Payları</b>	<b>TL</b>	<b>20.745.179</b>	<b>32.949.657</b>	<b>41.475.192</b>	<b>50.225.694</b>	<b>57.994.093</b>	<b>68.079.675</b>
Net Satışlar	TL	2.259.240.149	3.588.360.930	4.516.828.734	5.469.796.419	6.315.808.882	7.414.172.518
<b>Toplam Amortisman ve İtfa Payları / Net Satışlar</b>	<b>%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>

<sup>1</sup> İzahname'de belirtildiği üzere Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirlerin tamamını stratejik büyüme hedefi kapsamında Limak Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi mülkiyetinde bulunan, Diyarbakır ili Ergani ilçesindeki 793.000 ton/yıl klinker ve 1.400.000 ton/yıl çimento üretim kapasitesi olan Ergani fabrikasının Türk Borçlar Kanunu'nun 202'inci maddesi hükmü uyarınca malvarlığı ve işletme devri yöntemiyle bağımsız bir değerlendirme kuruluşu tarafından yapılacak değerlendirme raporu akabinde belirlenecek bedel üzerinden tüm aktif ve pasifleri ile birlikte devralınması amacıyla kullanmayı planlamaktadır. Söz konusu yatırım halka arz geliri ile yapılacağı için, yatırımın etkileri işbu fiyat tespit raporundaki yatırımlar ve nakit akımı projeksiyonlarında yer almamaktadır.

Amortisman giderlerinin net satışlara oranı için; söz konusu oranın daha stabil olduğu yakın geçmiş dönemi olan 2022 - 2023/09'un ortalaması %0,9 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu oran sabit bırakılmıştır. Şirket'in koruma ve yenileme yatırımları haricinde kapasite yatırımına gitmeyecek olması bu oranın sabit bırakılmasında belirleyici olmuştur.

**Tablo 24: İşletme Sermayesi İhtiyacı**

İşletme Sermayesi İhtiyacı	Birim	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi	TL	445.128.094	645.114.183	734.136.766	794.694.260	808.687.348	821.459.311
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%	19,7	18,0	16,3	14,5	12,8	11,1
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi Değişimi	TL	111.824.519	199.986.089	89.022.584	60.557.494	13.993.088	12.771.963

Şirket'in nakit dışı net işletme sermayesinin net satışlara oranının ortalaması 2020 – 2023/09 dönemi için %11,1 olarak gerçekleşmiştir. Küresel yapı malzemeleri endüstrisi için aynı oran %13,3 olarak hesaplanmıştır (Kaynak: Working Capital Requirements by Industry Sector, Aswath Damodaran). Projeksiyon döneminde 2023 için hesaplanan %19,7'lik işletme nakit dışı net işletme sermayesi oranının 5 yılda Şirket'in 2020 – 2023/09 ortalamasına yakınsayacağı varsayılmıştır. Böylece ilgili oranın projeksiyon dönemi ortalaması küresel ortalamaya yakın ve ihtiyatlılık ilkesine uygun şekilde hesaplanmıştır.

**Tablo 25: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti**

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2023 4C (T)	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T
Risksiz Faiz Oranı	%28,50	%28,50	%26,50	%24,50	%22,50	%22,50
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
<b>Özkaynak Maliyeti</b>	<b>%34,00</b>	<b>%34,00</b>	<b>%32,00</b>	<b>%30,00</b>	<b>%28,00</b>	<b>%28,00</b>
Hedeflenen Kaldıraç Oranı	%0,00	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>%32,50</b>	<b>%32,50</b>	<b>%30,50</b>	<b>%28,50</b>	<b>%26,50</b>	<b>%26,50</b>
Finansal Vergi Oranı	%24,00	%22,00	%22,00	%22,00	%22,00	%22,00
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	%24,70	%25,35	%23,79	%22,23	%20,67	%20,67
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>%34,00</b>	<b>%31,84</b>	<b>%29,95</b>	<b>%28,06</b>	<b>%26,17</b>	<b>%26,17</b>

- Şirket'in 30.09.2023 tarihli finansal tabloları itibarıyla finansal borcu bulunmamaktadır. Ancak Şirket'in hedefleri ve üst yönetim kararları doğrultusunda finansal kaldıraç oranını %25 seviyesinde tutacağı öngörülmektedir.
- Risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilinin getiri oranı kullanılmıştır. Mevcut durumdaki makroekonomik beklentiler de göz önünde bulundurularak 2025 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır.
- Beta hesaplaması için pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak hisseye özgü standart beta hesabı yapılamamaktadır. Buna bağlı olarak değerlendirme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koşulları göz önünde bulundurularak risksiz getiri oranı üzerine 400 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır.

**Tablo 26: İndirgenmiş Nakit Akımları**

TL	2023 4Ç (T)	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	Devam Eden Değer
<b>Net Satışlar</b>	<b>816.260.610</b>	<b>3.588.360.930</b>	<b>4.516.828.734</b>	<b>5.469.796.419</b>	<b>6.315.808.882</b>	<b>7.414.172.518</b>	
Satışların Maliyeti (-)	436.090.055	1.889.100.268	2.380.227.161	2.903.522.978	3.372.923.343	3.979.714.971	
<b>Brüt Kar</b>	<b>380.170.555</b>	<b>1.699.260.662</b>	<b>2.136.601.572</b>	<b>2.566.273.441</b>	<b>2.942.885.539</b>	<b>3.434.457.546</b>	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>%46,57</i>	<i>%47,35</i>	<i>%47,30</i>	<i>%46,92</i>	<i>%46,60</i>	<i>%46,32</i>	
Faaliyet Gideri (-)	25.724.847	123.740.687	155.757.880	188.619.924	217.793.735	255.669.599	
<b>FVÖK</b>	<b>354.445.708</b>	<b>1.575.519.975</b>	<b>1.980.843.692</b>	<b>2.377.653.517</b>	<b>2.725.091.804</b>	<b>3.178.787.947</b>	
Amortisman	7.495.207	32.949.657	41.475.192	50.225.694	57.994.093	68.079.675	
<b>FAVÖK</b>	<b>361.940.914</b>	<b>1.608.469.632</b>	<b>2.022.318.885</b>	<b>2.427.879.211</b>	<b>2.783.085.897</b>	<b>3.246.867.622</b>	
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%43,42</i>	<i>%43,91</i>	<i>%43,85</i>	<i>%43,47</i>	<i>%43,15</i>	<i>%42,87</i>	
Vergi (-)	85.066.970	346.614.394	435.785.612	523.083.774	599.520.197	699.333.348	
NİS Değişimi	62.748.112	199.986.089	89.022.584	60.557.494	13.993.088	12.771.963	
Yatırımlar	-	53.825.414	67.752.431	82.046.946	94.737.133	111.212.588	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>214.125.833</b>	<b>1.008.043.734</b>	<b>1.429.758.258</b>	<b>1.762.190.997</b>	<b>2.074.835.479</b>	<b>2.423.549.723</b>	<b>12.021.859.968</b>
AOSM	%34	%32	%30	%28	%26	%26	%26
İskonto Faktörü	0,96	0,81	0,62	0,48	0,38	0,30	0,30
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>206.433.875</b>	<b>815.987.856</b>	<b>884.226.427</b>	<b>844.826.214</b>	<b>782.567.505</b>	<b>724.506.993</b>	<b>3.593.869.575</b>
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akımları		4.258.548.870					
Devam Eden Değer Büyüme Oranı		%5,00					
İndirgenmiş Devam Eden Değer		3.593.869.575					
<b>Firma Değeri (30.09.2023)</b>		<b>7.852.418.445</b>					
+ Nakit ve Nakit Benzerleri		29.278.121					
- Finansal Borçlar		0					
<b>Özsermaye Değeri (30.09.2023)</b>		<b>7.881.696.566</b>					
<b>Özsermaye Değeri (15.01.2024)</b>		<b>8.587.773.269</b>					

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 30.09.2023 tarihindeki firma değeri bulunmuş ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip finansal borçlar çıkarılarak Şirket'in 30.09.2023 tarihindeki özsermaye değeri 7.881.696.566 TL olarak hesaplanmıştır. 30.09.2023 tarihli özsermaye değeri, fiyat tespit raporu tarihi olan 15.01.2024 tarihindeki karşılığına 2023 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 8.587.773.269 TL olarak hesaplanmıştır.

### **Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi**

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşımda UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

### Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde Şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanılmasındaki en büyük zorluk, bire bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır. Çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)
- Firma Değeri / Net Satışlar (FD / Net Satışlar)
- Fiyat / Kazanç (F / K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD)

Pazar yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Pazar yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların / değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş baz değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

Pazar yaklaşımında kullanılan çarpanlar 12.01.2024 tarihli veriler olup; kaynak olarak Bloomberg ve Finnet kullanılmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri ile Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere iki ayrı grubun FD / FAVÖK, FD / Net Satışlar ve F / K çarpanları kullanılmıştır.

PD / DD çarpanı, benzer şirketlerin piyasa değerlerinin defter değerlerine bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Ülkelere ve şirketlere göre vergi, temettü, borçlanma politikalarının ve büyüme evrelerinin farklılık göstermesinin özkaynaklar üzerindeki etkileri nedeniyle uygun bir gösterge olmayacağı değerlendirilerek değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

Çarpanın belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için ilgili çarpan grubu medyanın yarısı ve iki katı kadar olan değerler sırasıyla alt sınır ve üst sınır olarak belirlenmiştir. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.

**Tablo 27: Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler**

	A	B	C	
Özet Finansallar (TL)	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023	Yıllıklandırılmış (A-B+C)
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.232.845		29.278.121	-
Finansal Yatırımlar	-		-	-
Finansal Borçlar	-		-	-
Net Borç	(3.232.845)		(29.278.121)	
Net Satışlar	1.171.096.300	826.495.843	1.442.979.539	1.787.579.996
FVÖK	400.513.597	253.628.304	704.993.005	851.878.298
Amortisman	10.751.145	6.402.441	13.252.799	17.601.503
FAVÖK	411.264.742	260.030.745	718.245.804	869.479.801
FAVÖK Marjı	%35,1	%31,5	%49,8	%48,6

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler (Net)	76.743.220	64.719.665	76.383.070	88.406.625
Düzeltilmiş FAVÖK	334.521.522	195.311.080	641.862.734	781.073.176
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	%28,6	%23,6	%44,5	%43,7
Net Kar	394.972.189	249.800.866	689.223.038	834.394.361
Net Kar Marjı	%33,7	%30,2	%47,8	%46,7
Düzeltilmiş Net Kar	318.228.969	185.081.201	612.839.968	745.987.736
Düzeltilmiş Net Kar Marjı	%27,2	%22,4	%42,5	%41,7

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında Yurt Dışı Benzer Şirketler ve BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri çarpanına uygulanacak Düzeltilmiş FAVÖK, Düzeltilmiş Net Kar ve Net Satışlar hesabı yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in Faiz ve Vergi Öncesi Karına Amortisman giderlerini ekleyerek FAVÖK elde edilmiştir. Daha sonra çoğunlukla kur farkı gelir ve giderlerinden oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderlerin net etkisini düşerek Düzeltilmiş FAVÖK'e ulaşılmıştır. Düzeltilmiş Net Kar'a ulaşabilmek için de yine aynı şekilde Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderlerin net etkisi düşülmüştür. Son olarak 2022, 2022/09 ve 2023/09 dönemleri için hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK, Düzeltilmiş Net Kar ve Net Satışlar yıllıklandırılarak değerlendirilerek kullanılacak baz / gösterge değerler hesaplanmıştır.

**Tablo 28: Yurt Dışı Benzer Şirketler**

Sembol	Şirket Adı	Ülke	Faaliyet Alanı
ACL IN Equity	ANDHRA CEMENTS LTD	Hindistan	Andhra Cement Limited, çimento ve klinker üretmekte ve dağıtmaktadır.
914 HK Equity	ANHUI CONCH CEMENT CO LTD-H	Çin	Anhui Conch Cement Company Limited, çimento ürünleri üretmektedir. Şirket silikat çimentoları, cüruf silikat çimentoları, kompozit silikat çimentoları, çimento klinkerleri ve diğer ürünleri üretmektedir. Anhui Kabuklu Çimento Çimento, ürünlerini Çin genelinde ve dünya çapında pazarlamaktadır.
ARCCO AB Equity	ARABIAN CEMENT	Suudi Arabistan	Arabian Cement Company inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket çimento ve klinker üretimi yapmaktadır.
1102 TT Equity	ASIA CEMENT CORP	Tayvan	Asia Cement Corporation, çimento, klinker, hazır betonun yanı sıra granül yüksek fırın cürufu ve uçuş kül üretmekte ve satmaktadır. Şirket, çimento ve klinker ürünlerini Skyscraper markası altında pazarlamaktadır.
CHCC PA Equity	CHERAT CEMENT CO LTD	Pakistan	Cherat Cement Company Limited, çimento ve klinker üretmekte ve satmaktadır.
CHILANGA ZL Equity	CHILANGA CEMENT PLC	Zambiya	Chilanga Cement PLC, Zambiya'da çimento klinkeri ve çimento üretmektedir. Şirketin en büyük müşterisi, şirket ürünlerinin yaklaşık %10'unu satın alan Zambia Consolidated Copper Mines Limited'dir. Chilanga Cement'in geri kalan ürünleri Zambiya'daki toptan ve perakende satış mağazalarında satılmaktadır.
3323 HK Equity	CHINA NATIONAL BUILDING MA-H	Çin	China National Building Material Company Limited çimento ürünleri üretmektedir. Şirket silika çimentoları, emtia betonları, çimento klinkerleri ve diğer ürünleri üretmektedir. Şirket aynı zamanda cam elyafı, kompozit malzemeler ve diğer ürünleri de üretmektedir.
1252 HK Equity	CHINA TIANRUI GROUP CEMENT C	Çin	China Tianrui Group Cement Co Ltd. Henan ve Liaoning eyaletlerinde çimento ürünleri üretmektedir. Şirketin faaliyetleri kireç taşı kazısından klinker ve çimento üretimi, satışı ve dağıtımına kadar uzanmaktadır.
CMR RW Equity	CIMERWA PLC	Ruanda	CIMERWA PLC entegre bir çimento üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, hammadde çıkarmanın yanı sıra klinker konsantresi ve paketleri de üretmektedir. CIMERWA Ruanda'daki müşterilere hizmet vermektedir.
DCL PA Equity	DEWAN CEMENT LTD	Pakistan	Dewan Cement Limited, çimento ve klinker üretmekte ve satmaktadır.
695 HK Equity	DONGWU CEMENT INTERNATIONAL	Çin	Dongwu Cement International Ltd, Çin'in Suzhou Eyaleti, Wujang Şehrinde bulunan bir çimento ve klinker üreticisidir. Şirket, üretim süreçlerinde NSP teknolojisini kullanmaktadır. Dongwu'nun ürünleri dökme çimento formunda satılmaktadır ve genel çimento uygulamalarında kullanılmaktadır.



EACCO AB Equity	EASTERN PROVINCE CEMENT CO	Suudi Arabistan	Eastern Province Cement Company, Suudi Arabistan'ın Ras al-Khafi kentindeki üretim tesisinde çimento ve klinker üretmektedir.
HOLN SW Equity	HOLCIM LTD	İsviçre	Holcim Ltd. inşaat malzemeleri sağlamaktadır. Şirket, hazır beton, çimento, klinker, agrega, yeşil mobilite ve bina çözümleri üretmektedir. Holcim dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
000789 CH Equity	JIANGXI WANNIANQING CEMENT A	Çin	Jiangxi Wannianqing Cement Co., Ltd. yapı malzemeleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket portland çimentosu, beton ve klinker ürünleri üretmektedir. Jiangxi Wannianqing Cement, faaliyetlerini çoğunlukla yurt içinde yürütüyor.
MGC IN Equity	MANGALAM CEMENT LTD	Hindistan	Mangalam Cement Limited, portland çimentosu ve klinker geliştirir, üretir ve dağıtır.
QACCO AB Equity	QASSIM CEMENT/THE	Suudi Arabistan	Qassim Cement Company, Suudi Arabistan'da çimento ve klinker üretiyor.
SACCO AB Equity	SAUDI CEMENT	Suudi Arabistan	Suudi Çimento Şirketi inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket, Portland ve petrol kuyusu çimentoları ve klinker üretmektedir. Saudi Cement, ürünlerini Suudi Arabistan'da satıyor ve Orta Doğu'ya ve Afrika'ya ihracat yapıyor.
SRC IN Equity	SAURASHTRA CEMENT LTD	Hindistan	Saurashtra Cement Limited çimento üretmekte ve ihraç etmektedir. Şirket aynı zamanda klinker ihracatı da yapmaktadır.
SOCCO AB Equity	SOUTHERN PROVINCE CEMENT CO	Suudi Arabistan	Southern Province Çimento Şirketi inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket çimento, klinker ve ilgili ürünler üretmektedir.
004980 KS Equity	SUNGSHIN CEMENT CO LTD	Güney Kore	Sungshin Cement Co., Ltd. çimento, hazır beton, klinker ve kuru hazır karışım çimento harcı üretmektedir. Şirket ürünlerini ağırlıklı olarak iç piyasaya sunmaktadır.
000401 CH Equity	TANGSHAN JIDONG CEMENT INV-A	Çin	Tangshan Jidong Cement Co., Ltd. yapı malzemeleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket portland çimentoları, kompozit çimentolar ve çimento klinkeri ürünleri üretmektedir. Tangshan Jidong Cement, ürünlerini yurt içinde ve yurt dışında pazarlamaktadır.
UNACEMC1 PE Equity	UNACEM CORP SAA	Peru	Unacem Corp S.A.A. inşaat malzemeleri imalatı ve satışı yapmaktadır. Şirket klinker, çimento ve diğer inşaat malzemeleri sunmakta ve kireçtaşı ve alçı ocakları işletmektedir. Unacem dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
1104 TT Equity	UNIVERSAL CEMENT	Tayvan	Universal Cement Corporation çimento, hazır beton, klinker ve alçı levha üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket ürünlerini ağırlıklı olarak Tayvan'da satmaktadır.
VCW CY Equity	VASSILICO CEMENT WORKS LTD	Kıbrıs	Vassiliko Cement Works Ltd. klinker ve çimento üretimi ve ticareti yapmaktadır. Şirket, ürünlerini Kıbrıs, Orta Doğu ve Amerika Birleşik Devletleri'nde pazarlamaktadır.
000877 CH Equity	XINJIANG TIANSHAN CEMENT-A	Çin	Xinjiang Tianshan Cement Co., Ltd., çeşitli çimento ve bununla ilgili ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirketin ürünleri normal çimento, kompozit çimento, portland çimentosu, beton, klinker ve diğer ilgili ürünleri içermektedir.
YACCO AB Equity	YAMAMA CEMENT CO	Suudi Arabistan	Yamama Cement Co yapı ürünleri üretmektedir. Şirket, portland ve sülfata dayanıklı çimentolar, klinker ve çimento paketleme çuvalları üretmektedir. Yamama Cement Suudi Arabistan'daki müşterilere hizmet veriyor.
YNCCO AB Equity	YANBU CEMENT CO	Suudi Arabistan	Yanbu Cement Company, Suudi Arabistan'ın kuzeydoğu bölgesinde çimento ve klinker üretmektedir.
225530 KS Equity	BOKWANG INDUSTRY CO LTD	Güney Kore	Bokwang Industry Co., Ltd. inşaatta kullanıma yönelik agregalar üretir ve tedarik eder. Şirket ayrıca hazır beton ve asfalt betonu da üretmektedir.
BREE LN Equity	BREEDON GROUP PLC	Britanya	Breedon Group PLC inşaat malzemeleri sağlamaktadır. Şirket agrega, çimento, asfalt, hazır beton ve özel inşaat ürünleri üretmektedir. Breedon Group Birleşik Krallık'taki müşterilerine hizmet vermektedir.
CMO SM Equity	CEMENTOS MOLINS SA	İspanya	Cementos Molins, S.A. hazır beton, portland çimentoları, parlak çimentolar, prekast beton ürünleri ve diğer ilgili yapı malzemeleri üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket, Portland ve Luminous fabrikaları, Vallirana ve Palleja'da iki taş ocağı ve Palleja'da bir üretim tesisi işletmektedir.
EXP US Equity	EAGLE MATERIALS INC	Amerika Birleşik Devletleri	Eagle Materials Inc. çimento, alçı duvar kaplaması, geri dönüştürülmüş karton, beton ve agrega üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirketin ürünleri Amerika Birleşik Devletleri'nde evlerin, ticari ve endüstriyel binaların ve kamu binalarının yapımında kullanılmaktadır.

300720 KS Equity	HANIL CEMENT CO LTD/NEW	Güney Kore	Hanil Cement Co., Ltd. çimento üretim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, çimento, özel çimento, hazır beton ürünleri, yüksek mukavemetli katkılar ve diğer ürünlerin üretimini ve satışını yapmaktadır. Hanil Cement, ürünlerini Güney Kore genelinde pazarlamaktadır.
HEI GR Equity	HEIDELBERG MATERIALS AG	Almanya	Heidelberg Materials AG inşaat malzemeleri ve çözümleri üretiyor ve pazarlıyor. Şirket çimento, agrega ve hazır beton sunmaktadır. Heidelberg Materials dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.
ALHGR FP Equity	HOFFMANN GREEN CEMENT TECHNO	Fransa	Hoffmann Green Cement Technologies inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket bina inşaatı için düşük karbonlu çimento üretmektedir. Hoffmann Green Cement Technologies Fransa'daki müşterilere hizmet vermektedir.
ICG SP Equity	INTERNATIONAL CEMENT GROUP L	Singapur	International Cement Group Ltd., Tacikistan'da bir çimento fabrikası ve öğütme istasyonu ile Kazakistan'da iki çimento fabrikasının sahibi ve işletmecisidir. Şirketin ana faaliyet alanı çimento üretimi, satışı ve dağıtımının yanı sıra inşaat sektöründe kullanılan alüminyum ekstrüzyon üretimi ve pazarlamasını içermektedir.
MLM US Equity	MARTIN MARIETTA MATERIALS	Amerika Birleşik Devletleri	Martin Marietta Materials, Inc. otoyollar, altyapı, ticari ve konut sektörleri de dahil olmak üzere inşaat sektörüne yönelik agregalar üretmektedir. Şirket ayrıca çelik endüstrisi için ısıya dayanıklı refrakter ürünler, endüstriyel ve çevresel kullanıma yönelik kimyasal ürünler ve dolomitik kireç dahil olmak üzere magnezyum bazlı ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır.
MCEM US Equity	MONARCH CEMENT CO	Amerika Birleşik Devletleri	Monarch Cement Company, çimento ve hazır beton üretmekte ve satmaktadır. Şirket, Kansas'ta bulunan bir taş ocağının sahibi ve işletmecisidir. Monarch, ürünlerini MONARCH markası altında pazarlamaktadır.
TITC BB Equity	TITAN CEMENT INTERNATIONAL T	Belçika	Titan Cement International SA inşaat malzemeleri sağlamaktadır. Şirket, çimento, beton, agrega, uçucu kül, harç ve diğer inşaat malzemelerinin üretimi, nakliyesi ve dağıtımını sunmaktadır. Titan Cement International dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
VCT FP Equity	VICAT	Fransa	Vicat inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket çimento, agrega ve beton ürünleri sunmaktadır. Vicat dünya çapında binalara, bireysel ve toplu konutlara, yol ve bayındırlık işlerine ve inşaat mühendisliği sektörlerine hizmet vermektedir.
VMC US Equity	VULCAN MATERIALS CO	Amerika Birleşik Devletleri	Vulcan Materials Company inşaat agregaları üretmektedir. Şirketin ana ürün grupları agrega, asfalt karışımı, beton ve çimentodur. Vulcan Materials, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki müşterilere hizmet vermektedir.

Kaynak: Bloomberg, 12.01.2024

**Tablo 29: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları**

Sembol	Şirket Adı	FD / FAVÖK	FD / Net Satışlar	F / K	PD / DD
ACL IN Equity	ANDHRA CEMENTS LTD		23,2	3,7	3,35
914 HK Equity	ANHUI CONCH CEMENT CO LTD-H		0,55	7,2	0,47
ARCCO AB Equity	ARABIAN CEMENT	11,33	3,79	22,78	1,27
1102 TT Equity	ASIA CEMENT CORP	16,12	2,25	13,22	0,86
CHCC PA Equity	CHERAT CEMENT CO LTD	3,47	0,99	6,97	1,39
CHILANGA ZL Equity	CHILANGA CEMENT PLC		0,95	9,45	1,81

3323 HK Equity	CHINA NATIONAL BUILDING MA-H	8,79	1,2	6,08	0,23
1252 HK Equity	CHINA TIANRUI GROUP CEMENT C	12,33	2,5	111,54	0,94
CMR RW Equity	CIMERWA PLC	6,72	2,07		
DCL PA Equity	DEWAN CEMENT LTD	-12,19	1,15		0,63
695 HK Equity	DONGWU CEMENT INTERNATIONAL		3,38		2,47
EACCO AB Equity	EASTERN PROVINCE CEMENT CO	8,57	3,12	15,6	1,33
HOLN SW Equity	HOLCIM LTD	10,27	1,8	11,21	1,42
000789 CH Equity	JIANGXI WANNIANQING CEM-A		0,88	42,48	0,78
MGC IN Equity	MANGALAM CEMENT LTD	13,47	1,29	105,92	2,4
QACCO AB Equity	QASSIM CEMENT/THE	25,68	7,9	36,74	3,55
SACCO AB Equity	SAUDI CEMENT	12,38	5,38	17,78	3,71
SRC IN Equity	SAURASHTRA CEMENT LTD	14,61	0,68		0,64
SOCCO AB Equity	SOUTHERN PROVINCE CEMENT CO	14,53	5,05	31,42	1,8
004980 KS Equity	SUNGSHIN CEMENT CO LTD	10,04	0,6	48,39	0,49
000401 CH Equity	TANGSHAN JIDONG CEMENT INV-A		1,1		0,54
UNACEMC1 PE Equity	UNACEM CORP SAA	4,57	1,11	5,39	0,52
1104 TT Equity	UNIVERSAL CEMENT	17,04	2,54	8,77	0,89
VCW CY Equity	VASSILICO CEMENT WORKS LTD	5,59	1,35	11,17	0,88
000877 CH Equity	XINJIANG TIANSHAN CEMENT-A		1,52	104,05	0,7
YACCO AB Equity	YAMAMA CEMENT CO	15,58	7,36	16,9	1,39
YNCCO AB Equity	YANBU CEMENT CO	14,72	6,37	31,03	1,89
225530 KS Equity	BOKWANG INDUSTRY CO LTD	7,14	2,27	11,32	1,97

BREE LN Equity	BREEDON GROUP PLC	6,07	0,95	11,08	1,11
CMO SM Equity	CEMENTOS MOLINS SA	6,2	1,35	8	1,01
EXP US Equity	EAGLE MATERIALS INC	10,53	3,72	14,99	5,49
300720 KS Equity	HANIL CEMENT CO LTD/NEW	5,15	0,82	5,61	0,53
HEI GR Equity	HEIDELBERG MATERIALS AG	6,36	1,1	8,66	0,96
ALHGR FP Equity	HOFFMANN GREEN CEMENT TECHNO		33,52		1,68
ICG SP Equity	INTERNATIONAL CEMENT GROUP L	2,35	0,71	3,14	0,38
MLM US Equity	MARTIN MARIETTA MATERIALS	17,42	5,24	27,86	3,94
MCEM US Equity	MONARCH CEMENT CO	7,31	2,2	12,45	1,81
TITC BB Equity	TITAN CEMENT INTERNATIONAL T	5,09	1	7,39	1,08
VCT FP Equity	VICAT	5,47	0,9	8,96	0,59
VMC US Equity	VULCAN MATERIALS CO	17,51	4,42	34,14	4,01

Kaynak: Bloomberg, 12.01.2024

	FD / FAVÖK	FD / Net Satışlar	F / K	PD / DD
<b>Medyan</b>	<b>10,2</b>	<b>1,7</b>	<b>11,9</b>	<b>1,1</b>
Alt Sınır	5,1	0,8	5,9	0,6
Üst Sınır	20,3	3,3	23,8	2,2
<b>Eliminasyon Sonrası Medyan</b>	<b>10,4</b>	<b>1,2</b>	<b>11,1</b>	<b>1,1</b>

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 40 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK, FD Net Satışlar ve F / K değerleri sırasıyla 10,2 – 1,7 – 11,9 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dışarısında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu bağlamda Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 4 şirketin FD /

FAVÖK çarpanı, 15 şirketin FD / Net Satışlar çarpanı ile 14 şirketin F / K çarpanı uç değer olarak değerlendirilme dışı bırakılmış ve eliminasyon sonrası medyan değerler FD / FAVÖK, FD / Net Satışlar ve F / K çarpanları için sırasıyla 10,4 – 1,2 – 11,1 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 30: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı**

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD / FAVÖK	10,4	781.073.176	8.152.439.151	%50	4.076.219.576
FD / Net Satış	1,2	1.787.579.996	-2.254.815.216	%25	563.703.804
F / K	11,1	745.987.736	8.299.113.563	%25	2.074.778.391
<b>TOPLAM</b>				<b>100%</b>	<b>6.714.701.770</b>

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıklı toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK ve FD / Net Satışlar için hesaplanan değerlere net borç (nakit) düzeltmesi yapılmıştır.

**Tablo 31: BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri**

Sembol	Şirket Adı	Faaliyet Alanı
AFYON	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	Çimento ve klinker maddelerinin üretilmesi, yapılması, pazarlanması, alınıp satılması, ithal ve ihraç edilmesi, bu amaçla yurt içinde ve yurt dışında ticari ve sınai tesisler kurulması, bunların kiralanması, kiraya verilmesi, alınıp satılması, kurulmuş olanlara ortak olunması veya iştirak edilmesi ile her türlü çimento mamulünün ve bunların ara ve nihai ürünlerinin üretilmesi, pazarlanması, alınıp satılması, ithal ve ihraç edilmesi bu amaçla yurt içinde ve yurt dışında ticari ve sınai tesislerin kurulması, bunların kiralanması, kiraya verilmesi, alınıp satılmasıdır.
AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çimento üretimi, satışı, hazır beton üretimi, satışı ve esas sözleşmede kayıtlı diğer işler.
BTCIM	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.	Klinker, Çimento ve Agregat Üretimi Satışı
BSOKE	Batısöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş.	Agrega, klinker, çimento üretimi ve satışı
BIENY	Bien Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş.	Yurt içinde ve yurt dışında yer ve duvar seramiği, yer ve duvar karo, vitriye ürünleri ve granit üretebilir. Seramik, vitriye, granit ve karo hammaddeleri ile yapıştırıcıları üretebilir, alabilir, satabilir, ithalat ve ihracat yapabilir.
BOBET	Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Hazır beton ve elemanlarının imalatı, üretimi, alımı, satımı ve taşınması; Agregat, mermer, taş, kireç, kil çıkartılması, satın alınması, işlenmesi, satılması, madenlerin kiraya verilmesi, taş kırma işeri ve taştan kum imal edilmesi; İnşaat ve yapı malzemelerinin ve özellikle tuğla, demir, kiremit, asmolen, ateş tuğlası, fırınlanmış kum üretilmesi yanında çimento alım ve satım.
BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	Çimento ve Hazır Beton üretimi ve satışı
CMBTN	Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Hazır beton imalatı. İnşaat sanayiinde kullanılan ve her türlü teknikte üretilen beton, hazır beton, gaz beton ve diğer hafif beton yapı elemanları, ahşap, plastik ve diğer maddelerden mamul, prefabrik eleman, tuğla, bütz, kiremit, briket, taban ve çatı kaplaması gibi her türlü yapı elemanlarının üretimini, montajını, ticaretini, dağıtımını, dışsatımını yapmak.

CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çimento, klinker ve hazır beton üretim ve satışı
DOGUB	Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Renkli Perlitli Beton Kiremit ve Eklentileri ile Yer ve Duvar Karoları Üretimi
EGSER	Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Toprakta cilasız veya sırsız bütün çeşit ve şekilleri ile döşemelik ve kaplamalık karo ve benzerleri imal etmek ve satmak.
GOLTS	Göлтаş Gölle Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çimento, klinker ve hazır beton üreterek yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda satışı sunmak
KLKIM	Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Çeşitli inşaat malzemelerinin imalatında kullanılan kimyevi maddeler imal etmek; özellikle çeşitli yapıştırıcılar, her türlü sıva dolgu maddeleri, plastik, akrilik ve silikat, bazı solüsyonlar, organik ve anorganik kimyevi maddeler, madeni yağlar, reçineler, izolasyon ve tesviye malzemeleri ve benzeri maddeleri imal etmek; her türlü sıva, cephe kaplama sistem ve ürünleri ile yapı malzemesi üretimi ve ticareti yapmaktır.
KLSEK	Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.	Bütün çeşitleri ve şekilleri ile beyaz ve renkli dekoratif ve artistik duvar kerosu, yer kerosu, granit, slab, cephe kaplaması, rölief, mozaik, artizan karo; seramik sağlık gereçleri, armatür ve diğer banyo tamamlayıcı tesisat malzemeleri, aksesuar malzemeleri, banyo mobilyaları; mutfak tezgahı; slab porselenden mamul masa tablaları, masa ve mobilyalar; seramik ve porselen sofa ve mutfak eşyaları üretimi, ithali, ihracı, satış ve pazarlamasını yürütmektedir.
KONYA	Konya Çimento Sanayii A.Ş.	Çimento ve klinker maddelerinin üretilmesi, yapılması, pazarlanması, alınıp satılması, ithal ve ihraç edilmesi, bu amaçla yurt içinde ve yurt dışında ticari ve sıva tesisler kurulması, bunların kiralanması, kiraya verilmesi, alınıp satılması, kurulmuş olanlara ortak olunması veya iştirak edilmesi.
KUTPO	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.	Porselen sofa ve süs eşyası üretimi ve satışı- Ambalaj malzemesi üretimi ve satışı
NIBAS	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Prefabrik beton veya betonarme üstyapı , altyapı , çevre tanzimi elemanlarının üretimi, bu elemanlarla üstyapı bina, tesis veya altyapı sistemlerinin oluşturulması, santrifüjli betonarme elektrik direkleri, kat ener direkleri, prefabrik beton veya betonarme olarak; demiryolu traversleri, tünel elemanları, çit direği, parke , bordür, kanal elemanları, boru, trafo binaları, kiremit, cephe kaplama, duvar elemanlarını ve benzerlerinin üretimi, şantiye mahalline nakli ve montajlarının yapılması. Hazır beton üretimi ve dağıtımının yapılması.
NUHCM	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	Her çeşit klinker, çimento, alçı, kireç, briket, kiremit, eternit, beyaz tuğla ve hazır beton ve benzeri yapı elemanları ve yapı malzemesinin üretim, ticaret, ithalat ve ihracatını yapmaktır.
OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	Çimento imalatı (çimento klinkeri, portland, alüminyumlu çimento (boksit çimentosu), eüruf çimento, süper fosfat çimentolar ve benzeri suya dayanıklı çimentolar)
QUAGR	Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Yurt içinde ve yurt dışında seramik, vitrifiye, teknik granit ve karo hammaddeleri ile yapıştırıcıları üretimi, alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmak.
MARBL	Tureks Turunç Madencilik İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Mermer, granit, onyx ve her türlü doğal taşlara ait ocakları açmak, istihlal etmek, satın almak, satmak, ayrıca bu madenlerin işletme tesislerini kurmak veya kurulu bulunanları almak, satmak, ortak olmak ve kiralamak, elinde bulunanları kiraya vermek, kurulu bulunanlara ortak olma, tabii taşlardan her nevi mozaik, fayans, mermer fayans, yer karoları, duvar panoları, mermer tozu, suni mermer ve her çeşit hediyelik süs eşyası imal ve satışını yapmaktır.
USAK	Uşak Seramik Sanayi A.Ş.	Seramik Yer Kerosu ve Duvar Kerosu imalatı

Kaynak: KAP, Finnet, 12.01.2024

**Tablo 32: BİST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanları**

Sembol	Şirket Adı	FD / FAVÖK	FD / Net Satış	F / K	PD / DD
AFYON	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	7,19	2,35	9,35	4,07
AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,74	2,09	9,17	3,51
BTCIM	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.	15,93	2,85	0	17,7
BSOKE	Batsöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş.	16,3	2,9	0	0
BIENY	Bien Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş.	17,45	2,05	18,21	2,61
BOBET	Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,01	1,99	11,52	5,61
BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	5,55	1,33	6,86	2,3
CMBTN	Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30,9	1,96	82,14	40,61
CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	13,5	2,57	10,99	3,52
DOGUB	Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	572,13	18,77	244,98	22,76
EGSER	Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	11,86	1,21	12,52	2,1
GOLTS	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5,56	1,33	5,35	2,4
KLKIM	Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,64	3,08	13,3	7,13
KLSEK	Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.	50,69	4,49	19,19	6,6
KONYA	Konya Çimento Sanayii A.Ş.	71,29	11,22	121,56	45,48

KUTPO	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.	8,79	1,65	12,77	3,29
NIBAS	Niğbaşı Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	767,6	46,92	11,89	3,8
NUHCM	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	14,1	4,19	14,03	5
OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	9,57	3,18	8,03	5,27
QUAGR	Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	8,52	2,33	8,53	2,43
MARBL	Tureks Turunç Madencilik İç ve Dış Ticaret A.Ş.	17,67	2,82	31,76	4,71
USAK	Uşak Seramik Sanayi A.Ş.	10,67	1,88	21,6	2,98

Kaynak: KAP, Finnet, 12.01.2024

	FD / FAVÖK	FD / Net Satışlar	F / K	PD / DD
<b>Medyan</b>	<b>13,1</b>	<b>2,5</b>	<b>12,2</b>	<b>3,9</b>
Alt Sınır	6,5	1,2	6,1	2,0
Üst Sınır	26,1	4,9	24,4	7,9
<b>Eliminasyon Sonrası Medyan</b>	<b>11,9</b>	<b>2,3</b>	<b>11,9</b>	<b>3,5</b>

BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri grubunda 22 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK, FD Net Satışlar ve F / K değerleri sırasıyla 13,1 – 2,5 – 12,2 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dışarısında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu bağlamda BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri grubunda 7 şirketin FD / FAVÖK çarpanı, 4 şirketin FD / Net Satışlar çarpanı ile 6 şirketin F / K çarpanı uç değer olarak değerlendirilmediği ve eliminasyon sonrası medyan değerler FD / FAVÖK, FD / Net Satışlar ve F / K çarpanları için sırasıyla 11,9 – 2,3 – 11,9 olarak hesaplanmıştır.



**Tablo 33: BİST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı**

Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD / FAVÖK	11,9	781.073.176	9.292.805.988	%50	4.646.402.994
FD / Net Satış	2,3	1.787.579.996	4.212.215.312	%25	1.053.053.828
F / K	11,9	745.987.736	8.869.794.181	%25	2.217.448.545
<b>TOPLAM</b>				<b>%100</b>	<b>7.916.905.367</b>

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK ve FD / Net Satışlar için hesaplanan değerlere net borç (nakit) düzeltmesi yapılmıştır.

**Tablo 34: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti**

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.714.701.770	%50	3.357.350.885
BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	7.916.905.367	%50	3.958.452.684
<b>Toplam</b>			<b>7.315.803.569</b>

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında Yurt Dışı Benzer Şirketler ve BİST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri olmak üzere iki farklı çarpan grubu ve Şirket'in finansal bilgileri ile hesaplanan özsermaye değerleri yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. İki grup için ayrı ayrı hesaplanan özsermaye değerlerine %50 - %50 ağırlık verilerek toplamda 7.315.803.569 TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

## 6. SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerlendirme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir.

Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 35: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri**

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
<b>1.Gelir Yaklaşımı</b>	<b>8.587.773.269</b>	<b>%40</b>	<b>3.435.109.307</b>
<b>2.Pazar Yaklaşımı</b>	<b>7.315.803.569</b>	<b>%60</b>	<b>4.389.482.141</b>
2.1.Yurt Dışı Benzer Şirketler	6.714.701.770	%50	3.357.350.885
2.2.BİST Taş, Toprak Endeksi	7.916.905.367	%50	3.958.452.684
<b>Toplam (1+2)</b>			<b>7.824.591.449</b>

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 7.824.591.449 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

**Tablo 36: Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı**

	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	386.179.700
Nominal Sermaye Arttırımı	130.000.000
Nominal Ortak Satışı	25.930.000
Yeni Sermaye	516.179.700
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	7.824.591.449
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	20,26
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>%20,0</b>
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	6.256.111.140
<b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri</b>	<b>16,20</b>
Halka Arza Konu Nominal Paylar	155.930.000
Halka Açıklık Oranı	%30,2
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>2.526.066.000</b>

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskonto oranı yaklaşık %20,0 olarak hesaplanmaktadır.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri

**Ek 1: Yetkinlik Beyanı**

**T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU**  
**Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı**

**15 Ocak 2024**

**Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı**

Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 15 Ocak 2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,

- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,

- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,

- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,

- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu;

Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

**Saygılarımızla,**

**HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

**HALK YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN

Müdür

Zafer MUSTAFAOĞLU

Genel Müdür Yardımcısı

**Ek 2: Sorumluluk beyanı**

**T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU  
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı**

**15 Ocak 2024**

**Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 15 Ocak 2024 tarihli Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**



Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN

Müdür

Zafer MUSTAFAOĞLU

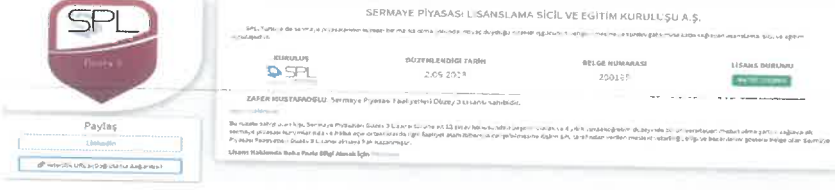
Genel Müdür Yardımcısı

### Ek 3: Lisans Belgeleri

Zafer Mustafaoğlu

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

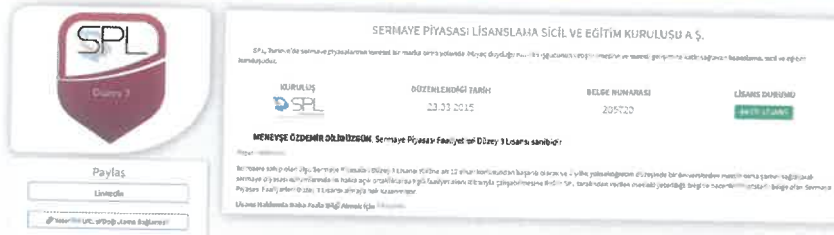
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48FO-9CD7-245411666572>



Menevşe Özdemir Dilidüzgün

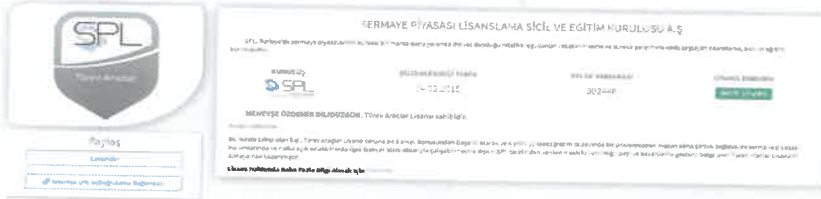
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/534B8278-8DD9-4641-B749-86BF93FEFF0C>



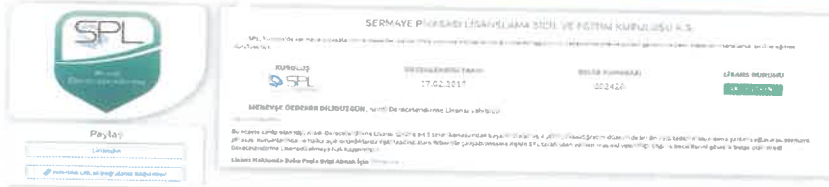
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>



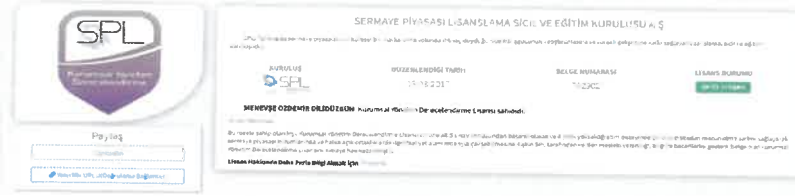
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B19B8FBD-D715-4813-963B-45E4915E31CA>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:

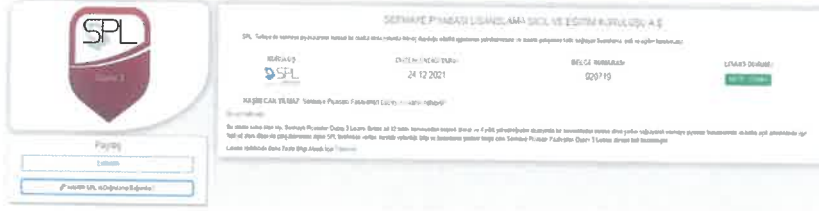
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/6B21CC6D-B5FD-41F6-87B2-707B83A9B3D7>



**Haşim Can Yılmaz**

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/74D59AFA-81D8-4665-B720-B908B742F89E>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/9EDCB9F7-EB95-4F28-8392-E0D4EDBA43E8>

