



Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.

"Terminaler"

Yönetici Özeti

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye | Değerleme Hizmetleri

05 Nisan 2021

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin Yönetim Kurulu’na,

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Müşteri”, “Şirket” veya “Çimsa”)’nin talebi üzerine bağlı ortaklıkları olan Cimsa Cementos Espana S.A.U (“Cementos”), Çimsa Cement Sales North GmbH (“CSN”), Cimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corporation (“Cimsa Americas”) ve Cimsa Adriatico Srl (“Adriatico”) (hepsi birlikte “Hedef Terminaller”)’in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla (“Değerleme Tarihi”) gerçeğe uygun değer aralığının tespit edilmesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız.

Bu değerleme raporu (“Rapor”) Şirket’in bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak olası bir grup içi işleme referans aralığı olması amacıyla hazırlanmıştır. Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır.

Çalışma sırasında Hedef Terminaller’e ait Yönetim Raporlamaları ve IFRS ile uyumlu geçmiş dönem finansal tabloları ve diğer finansal bilgiler tarafımıza iletilmiş olup, bu bilgiler ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Fakat tarafımıza sağlanan geçmiş Yönetim Raporlaması bazı finansal tabloların bağımsız denetimden geçmiş finansallarıyla uyumlu olduğu kontrol edilmiştir.

Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, tarafımızca tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleştirme sorumluluğu Çimsa ve Hedef Terminaller Yönetimleri’ne aittir.

Tarafımıza temin edilen projeksiyonlar Şirket’in geçmiş yıllar performansları ve sektör deneyimlerimiz ile karşılaştırılmış kamuya açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş analiz edilmiş, gerekli görüldüğü yerlerde düzeltilerek değiştirilmiştir. Değerleme analizinde kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Projede, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

Değerleme Raporu SPK’nın III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği’i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (“UDS”) kapsamında hazırlanmış olup tüm yönleriyle UDS standartlarına uyumludur.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte Rapor’un tamamının incelenmesi önerilmektedir.

Değerleme raporumuz Hedef Terminaller’in gerçeğe uygun değerinin belirlenmesi ve olası bir grup içi işleme referans aralığı olması amacı dışında hiçbir amaca yönelik olmayıp Çimsa’nın dahili kullanımı ile sınırlıdır. Aksi halde, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez.

Bulgularımızın, Hedef Terminaller için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Şirket tarafından verilecektir. Bu raporun muhatabı Çimsa olacaktır.

İstanbul, 05 Nisan 2021

KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Hande Şenova

Değerleme Hizmetleri Bölümü, Şirket Ortağı

Rapor Bilgileri (1/2)

Rapor Hakkında

Bu rapor SPK tarafından belirlenen Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar çerçevesinde hazırlanmıştır.

Rapor Tarafları

Bu değerlendirme raporu Levent, İş Kuleleri, Kule 3, Kat:1-9, 34330 Beşiktaş/İstanbul adresinde mukim olan KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("KPMG") tarafından Allianz Tower Küçükbakkalköy Mah. Kayışdağı Cad. No: 1 Kat: 23-24, Ataşehir - İstanbul adresinde mukim olan Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. için gerçekleştirilmiştir.

Değerlemeye konu şirketler; olan Cimsa Cementos Espana S.A.U ("Cementos"), Çimsa Cement Sales North GmbH ("CSN"), Cimsa Americas Cement Manufacturing and Sales Corporation ("Cimsa Americas") ve Cimsa Adriatico Srl .'dir ("Adriatico") (hepsi birlikte "Hedef Terminaller")

Sözleşme Hakkında

Değerleme sözleşmesi 15 Ocak 2021 tarihinde taraflarca imzalanmıştır.

Rapor numarası, 202101K9982023'tür.

Bu değerlendirme çalışması Hedef Terminaller'in Şirket ve Hisse Değerlerinin, Uluslararası Finansal Raporlama Standardı 13'te tanımlanan "Gerçeğe Uygun Değerinin" belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Çalışma kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında çalışmalar yürütülmüştür.

Değerleme Tarihi

Değerleme çalışması kapsamında değerlendirme tarihi, 31.12.2020 olarak belirlenmiştir.

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmasında UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardı kapsamında gelir yaklaşımı uygulanmıştır. Aynı standardın 70. maddesinde belirtilen durumların değerlemeye konu olan şirket için geçersiz olması nedeniyle değerlendirme çalışmaları kapsamında maliyet yaklaşımı dikkate alınmamıştır. Hedef Terminaller'in faaliyetleri, geçmiş yıllar performansları ve gelecek yıllar tahminleri ayrı ayrı incelenmiştir.

Pazar yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler kapsamında yurtiçinde ve yurtdışında faaliyet gösteren şirket incelenmiş; söz konusu şirketlerin üretim faaliyetleri gösterdiği merkezleri haricinde, yurtdışında terminalleri bulunan ve ihracat yapmakta olan şirketler olduğu tespit edilmiştir. Ürün portföyü ve çeşitliliği incelendiğinde Çimsa ile paralel oldukları görülmektedir. Ancak söz konusu değerlendirme çalışması Çimsa'nın sahibi olduğu terminallerin değerlemesini kapsamakta ve terminaller üretim yapılan şirketler olmaması nedeniyle Benzer Şirketler ve İşlemler dikkate alınmamaktadır.

UDS 200 standardının 70.1 a maddesinde Maliyet yaklaşımının işletmelerin değerlemelerinde kârların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı durumlarda uygulanması gerekliliği ifade edilmektedir. Bu nedenle operasyonel olan şubelerin değerlemesinde maliyet yaklaşımı dikkate alınmamıştır.

Rapor Bilgileri (2/2)

Üçüncü Taraflardan Bilgiler

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan uluslararası güvenilir kaynaklar:

- Capital IQ Veri Tabanı
- Economist Intelligence Unit ("EIU")
- Bloomberg Veri Tabanı
- Türkiye İstatistik Kurumu ("TÜİK")
- Euromonitor Veri Tabanı
- Trademap Veri Tabanı

Müşteri ve Hedef Şirket'te Temas Edilen Kişiler

Değerleme çalışması kapsamında proje süresince tarafımızla bilgi akışı ve proje yönetimine ilişkin temas kuran yetkililer aşağıda listelenmiştir;

Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.

- Vecih Yılmaz – CFO
- Kadir Sayım – Strateji Grup Müdürü
- Aysu Çelik – Yurtdışı İştirakler ve Projeler Sorumlusu

Müşteri Tarafından Temin Edilen Kaynaklar

- 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020 tarihlerine ilişkin konsolide Yönetim Finansalları ve bağımsız denetim raporuna baz finansal tablolar
- Ürün grubu bazında kırımlı hacim ve birim fiyat içeren iş planları (01.01.2021 – 31.12.2025)
- KPMG ve E&Y tarafından hazırlanmış transfer fiyatlandırması raporları

Proje Ekibi

Bu değerlendirme raporu KPMG adına Hande Şenova liderliğinde Burak Yıldırım (SPK Düzey 3 Lisansı Sahibi, Lisans Belge No: 205258), Enes Gün ve Bengisu Ertem'den oluşan bir ekip tarafından hazırlanmıştır.

Terimler Sözlüğü

ABD	Amerika Birleşik Devletleri	İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
AOD	Afrika ve Orta Doğu	Ke	Özsermaye Maliyeti
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	KKTC	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
Bkz.	Bakınız	KPMG	KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
CEM	Çimento	m	Milyon
CoCo	Benzer Şirketler Analizi (Comparable Companies)	n.a.	Uygulanabilir Değil
CoTrans	Benzer İşlemler Analizi (Comparable Transactions)	Ort.	Ortalama
CAC	Kalsiyum Alüminat Çimentosu	Rapor	Değerleme Raporu
CEM	Çimento	RON	Rumen Leyi
Değerleme	Hedef Terminaller Değerlemesi	RUB	Rus Rublesi
Değerleme Tarihi	31 Aralık 2020	ŞD	Şirket Değeri
EIU	Economist Intelligence Unit	Şirket / Müşteri	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
EUR	Euro	SMM	Satılan Malların Maliyeti
F	Fiyat	TL	Türk Lirası
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar	UDS/UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	USD	Amerikan Doları
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı
Hedef Terminaller / Terminaller	Cimsa Cementos Espana S.A.U ("Cementos") Çimsa Cement Sales North GmbH ("CSN") Cimsa Americas Cem. Man. & Sales Corp. ("Cimsa Americas") Cimsa Adriatico Srl ("Adriatico")		



İletişim

Projeden sorumlu KPMG tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

Hande Şenova

KPMG Türkiye, Danışmanlık
Ortak, İstanbul

+90 212 316 60 00
hsenova@kpmg.com



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti (1/2)

Çimsa Hedef Terminalleri	
Değerleme Tarihi	■ 31 Aralık 2020
Değerleme Para Birimi	■ Hedef Terminaller'in fonksiyonel para birimleri, operasyonları dikkate alındığında bulundukları ülkelerin para birimidir.
Değerlemenin Amacı	■ Müşteri tarafından Hedef Terminaller'in 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değerinin belirlenmesi ve hazırlanan değerleme çalışmasının olası bir grup içi işleme referans aralığı olması amacıyla hisse değer aralığının analizi için görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerleme çalışması Hedef Terminaller'in Şirket ve Hisse Değerlerinin, Uluslararası Finansal Raporlama Standardı 13'te tanımlanan "Gerçeğe Uygun Değerinin" belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Çalışma kapsamında Sermaye Piyasası Kurulu'nun (Kurul) III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") kapsamında çalışmalar yürütülmüştür.
Değerleme Analizi Yaklaşımları	■ Değerleme çalışmasında UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar standardı kapsamında gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı uygulanmıştır. Gelir yaklaşımı çerçevesinde indirgenmiş nakit akımları analizi ("İNA"), piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirketler ve benzer işlemler analizli uygulanmıştır. ■ Gelir yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA"), Piyasa yaklaşımı çerçevesinde Benzer şirket ve benzer işlem çarpanları analiz edilmiştir. Çimsa Hedef Terminalleri'nin faaliyetleri, yatırım planları ve büyüme hedefleri göz önüne alınarak değerleme çalışmasında yöntemi esas yöntem olarak İNA analizi kullanılmıştır. ■ Aynı standardın 70. maddesinde belirtilen durumların değerlemeye konu olan şirket için geçersiz olması nedeniyle değerleme çalışmaları kapsamında maliyet yaklaşımı dikkate alınmamıştır.
İNA Analizi:	■ İNA Yöntemi'nin temel prensibi Şirket'in belirli bir projeksiyon dönemi ve projeksiyon döneminden sonsuza kadar ("nihai dönem") yaratacağı nakit akımlarının net bugünkü değerlerinin toplamının şirket değerine eşit olacağı varsayımına dayanır. ■ İNA analizi çerçevesinde Şirket Yönetimi tarafından belirlenen hedef ve stratejiler doğrultusunda oluşturulan projeksiyonlar tarafımızca incelenmiş. Şirket'in geçmiş yıllar performansı ve sektör deneyimlerimiz ile karşılaştırılarak güncellenmiştir. Şirket yönetiminin paylaştığı olduğu projeksiyonlar Ekler kısmında yer almaktadır. ■ İNA yönteminde uygulanan TL bazlı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") hesaplaması ve detayına Ekler bölümünde yer verilmiştir.
Gelir Yaklaşımına İlişkin Kritik Varsayımlar	■ Tarafımıza temin edilen tahminler geçmiş yıllarla ve sektör deneyimlerimiz ile karşılaştırılmış, halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir. Gerekli görüldüğü durumlarda değiştirilerek İNA analizinde yer verilmiştir. Müşteri Yönetimi tarafından iletilen iş planlarına Ekler bölümünde yer verilmiştir. ■ Müşteri Yönetimi projeksiyon döneminde CAC, beyaz ve gri çimento hacminin 2021 yılı sonrasında sabit kalacağını öngörmektedir. Küresel çimento pazarındaki 2008 krizi sonrası dönem incelendiğinde çimento tüketiminin 2013 yılından bu yana tonaj bazında aynı seviyeyi koruduğu gözlemlenmektedir. Bu doğrultuda projeksiyon döneminde Hedef Terminaller'in olgunlaşma dönemleri de dikkate alınarak tonaj bazında satış artışı gerçekleşmeyeceği öngörüsü tarafımızca uygundur.

Yönetici Özeti (2/2)

Çimsa Hedef Terminalleri

Gelir Yaklaşımına İlişkin Kritik Varsayımlar (devamı)

- Tarafımızca hazırlanan İNA analizlerinde bütçe dönemi olan 2021 yılının fiyat performansları göz önüne alındığında ve sektör verileri incelendiğinde çimento satış fiyatları 2021 sonrası projeksiyon dönemi için her bir terminalin ilgili para biriminin enflasyonu oranında arttırılmıştır.

Değerleme Sonucu

- Değerleme İNA analizleri kapsamında Hedef Terminaller'in operasyonlarının değeri terminal bazında ayrı hesaplanmış olup, her bir Hedef Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla net borcunun düşülmesi sonrası Hisse Değer aralıkları hesaplanmaktadır.
- Piyasa çarpanları kapsamında incelenen halka açık şirketlerin ve benzer işlemlere konu şirketlerin ağırlıklı olarak üretici firmalar olması; farklı piyasalarda farklı Pazar şartlarında faaliyet göstermesi nedeniyle gerçeğe uygun değer hesaplamasında sonuca dahil edilmemiştir. Benzer şirket ve benzer işlem analizleri Piyasa Yaklaşımı bölümünde incelenmiştir.

Ülke	Terminal	AOSM	Nihai Dönem Büyüme Oranı	Düşük	Şirket Değeri			Düşük	Hisse Değeri	
					Orta	Yüksek			Orta	Yüksek
	Adriatico	%7.6	%1.7	9.2 m EUR	10.3 m EUR	11.8 m EUR		4.9 m EUR	6.0 m EUR	7.5 m EUR
	Americas	%8.3	%2.0	49.0 m USD	53.6 m USD	59.2 m USD		3.0 m USD	5.7 m USD	8.8 m USD
	* Cementos	%6.3	%1.7	17.9 m EUR	21.5 m EUR	29.3 m EUR		10.3 m EUR	14.0 m EUR	21.8 m EUR
	CSN	%5.5	%1.7	3.6 m EUR	4.4 m EUR	5.8 m EUR		4.5 m EUR	5.3 m EUR	6.7 m EUR

* Cementos için yapılan şirket ve hisse değeri hesaplamasına şirketin iştirakleri de dahil edilmiştir.

Not: Terminaller için hesaplanan düşük, orta ve yüksek şirket değerleri AOSM ve nihai dönem büyüme oranlarına uygulanan duyarlılık analizleri sonucunda elde edilmiştir. Detaylar Gelir Yaklaşımı bölümünde incelenmiştir.



kpmg.com/socialmedia



kpmg.com/app



© 2021 KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.