

**Adana Çimento Sanayii Türk Anonim Şirketi,
Aslan Çimento Anonim Şirketi, Bolu Çimento
Sanayii Anonim Şirketi, Mardin Çimento Sanayii
ve Ticaret Anonim Şirketi, Ünye Çimento Sanayii
ve Ticaret Anonim Şirketi**

Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Uzman Kuruluş
Raporu

Sınırlı Sorumluluk içermektedir

30 Aralık 2019



Sınırlı Sorumluluk İçermektedir

Birleşme ve Hisse Değişim Oranları Tespitine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

30 Aralık 2019

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.

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

www.ey.com

Adana Çimento Sanayii Türk A.Ş., Aslan Çimento A.Ş., Bolu Çimento Sanayii A.Ş., Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş. ve Ünye Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin Yönetim Kurulları'na,

23 Ekim 2019 tarihli hizmet sözleşmemiz çerçevesinde Adana Çimento Sanayii Türk A.Ş. ("Adana Çimento"), Aslan Çimento A.Ş. ("Aslan Çimento"), Bolu Çimento Sanayii A.Ş. ("Bolu Çimento"), Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş. ("Mardin Çimento") ve Ünye Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.'nin ("Ünye Çimento") (hep beraber "Şirketler") adına, Şirketler'in birleşme ve hisse değişim oranlarının belirlenmesine ilişkin değerlendirme çalışmamızın sonuçlarını sunmaktan mutluluk duymaktayız. Bu Rapor'un amacı, söz konusu birleşmeye ilişkin olarak Şirketler Yönetim Kurulu'na Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK")'nın Seri:II No:23.2 tebliğinde tanımlanan uzman kuruluş olarak SPK yönetmelikleri çerçevesinde birleşme ve hisse değişim oranlarını belirlemede yardımcı olmaktır. Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Şirketler Yönetim Kurulu'nun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

Değerleme, Şirketler Yönetimi tarafından sağlanan Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Mardin Çimento ve Ünye Çimento'nun SPK Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018 ve 30 Eylül 2019 dönemlerine ait denetlenmiş TFRS ile uyumlu mali tabloları ve Şirketler Yönetimi tarafından sağlanan iş planları ile finansal ve ticari bilgilerin analizini kapsamaktadır. Çalışmalarımızda Şirketler Yönetimi tarafından tarafımıza sağlanan finansal verilerin herhangi bir denetime tabi tutulmaksızın Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Mardin Çimento ve Ünye Çimento'nun tarihsel ve tahmini faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Öte yandan, Şirketler Yönetimi tarafından hazırlanan finansal tahminlerin dayandığı varsayımların makuliyeti ve tutarlılığı gözden geçirilmiş ve değerlendirme çalışmasına baz teşkil eden iş planları bu değerlendirmeler sonucunda nihai şekline ulaşmıştır. Ancak, iş planlarının ve sunulan tahminlerin gerçekleştirilebilirliği üzerinde herhangi bir sorumluluk kabul edilmemektedir.

Değerleme çalışmalarının temeli, yukarıdaki belirtilen amaca yönelik olarak, Uluslararası Değerleme Standartları ve SPK yönetmeliklerine ve gerekliliklerine uygun olacak şekilde hazırlanmıştır.

Bu rapor, talebiniz üzerine, sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş. ("EY"), Şirketler'in Yönetim Kurulu dışında üçüncü şahıslara karşı bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun dağıtımı Şirketler Yönetimi ve birleşme işlemi ile ilgili yasal organlar ile sınırlıdır. Bu kısıtlamaya rağmen raporumuz muhtemel kredi kurumlarına, yatırımcılara veya diğer ilgili şahıslara açıklanırsa, bu şahıslar herhangi bir karar verirken veya yatırım yaparken raporumuza güvenmemelidir, aksi halde EY, Şirketler Yönetimi ile Şirketler'in hissedarları dışında hiçbir kuruma karşı sorumluluk kabul etmemektedir.

Bu Değerleme Danışmanlık Raporu, ilişikteki "Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar" a tabidir.

Saygılarımızla,

İnciser Olguner Arıkoç

Ortak

Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.



İçindekiler

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Yönetici Özeti

1

Sayfa 4

Sektör ve Şirket Bilgisi

2

Sayfa 9

Değerleme Yöntemleri

3

Sayfa 33

Değerleme Sonuçları

4

Sayfa 40

Ekler

5

Sayfa 49

1

Yönetici Özeti



1 Yönetici Özeti

Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

1 Yönetici Özeti

- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Çalışmanın Amacı

- » Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Mardin Çimento ve Ünye Çimento Yönetimleri, Şirketler'in 30 Eylül 2019 tarihi itibarıyla düzenlenmiş mali tabloları esas alınarak aktif ve pasifleri ile birlikte bir küll halinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ile diğer ilgili mevzuat hükümleri yanı sıra 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun ("TTK") 136 ila 158 ve 191 ila 194 'üncü maddeleri hükmü ile 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun kurumların devri muamelelerini düzenleyen 19 ve 20 maddeleri hükümleri çerçevesinde birleşmesi işlemine ilişkin hisse değişim oranının belirlenmesine yönelik değerlendirme çalışmasının tarafımızca yapılmasını talep etmiştir.
- » Bu Rapor, EY ile Birleşme İşlemi'ne taraf şirketler arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 23 Ekim 2019 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup, birleşme işlemi ile ilgili bulgularını beyan etmektedir. Rapor'un muhatapları, Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Mardin Çimento ve Ünye Çimento olup, SPK II-23.2 sayılı tebliğ esasınca birleşme işleminde kullanılacak değişim oranının tespiti hakkında görüş bildirmek dışında başka hiçbir amaca yönelik hazırlanmamıştır.
- » Bu raporda, Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento ve Ünye Çimento devrolan veya devredilen şirket, Mardin Çimento ise devralan şirket olarak gösterilmiştir. Devralan ve devredilen kuruluşlar da hep beraber "Şirketler" olarak adlandırılmıştır.

Çalışmanın Kapsamı

- » SPK'nın Seri: II No:23.2 Birleşme ve Bölünme Tebliği çerçevesinde belirtildiği üzere birleşme ve hisse değişim oranlarını hesaplanmasında karşılaştırmalı değerlendirme analizi yapabilmek için ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yönteminin dikkate alınması gerekmektedir.
- » Bu kapsamda değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler; (i) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ("İNA") (ii) Piyasa Yaklaşımı – Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi ve (iii) Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Değeri Yöntemi olarak belirlenmiştir. Tanımlanan yöntemlerin, birleşme ve değişim oranlarının hesaplanmasında karşılaştırmalı bir analiz yapabilmek adına adil ve makul olduğu düşünülmektedir.
- » SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliğ'inde belirtilen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasası Birliği tarafından yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") Pazar Değeri'ni bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılacak tahmini tutar" olarak tanımlamaktadır.
- » Değerleme tarihi 30 Eylül 2019 olarak belirlenmiştir. Değerleme çalışması, Şirketler Yönetimi tarafından sağlanan, Adana Çimento, Aslan Çimento ve Ünye Çimento'nun SPK Finansal Raporlama standartlarına göre hazırlanmış 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018 ve 30 Eylül 2019 dönemlerine ait denetlenmiş konsolide; Bolu Çimento ve Mardin Çimento'nun 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018 ve 30 Eylül 2019 dönemlerine ait denetlenmiş solo mali tabloları esas alınarak gerçekleştirilmiştir.
- » Değerleme çalışmasının dayandığı mali tablolar üzerinde herhangi bir inceleme veya denetim yapılmamıştır. Bu nedenle finansal verilerin Şirketler'in faaliyet sonuçlarını ve finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir. Ayrıca, Şirket Yönetimleri tarafından sağlanan geleceğe yönelik tahminler için makuliyet testleri yapılmış olmakla birlikte bu öngörülerin gerçekleştirilebilirliği ile ilgili EY tarafından güvence verilmemektedir.
- » Değerleme çalışmasında, Şirketler'in sahip olduğu gayrimenkule ilişkin Şirketler tarafından sunulan gayrimenkul ekspertiz raporlarında yer alan rayiç değerleri dikkate alınmıştır ve bu değerlerin 30 Eylül 2019 tarihindeki piyasa değerlerini yansıttığı kabul edilmiştir. Gayrimenkul ekspertiz raporlarında sağlanan verilerin doğruluğu EY tarafından bağımsız olarak doğrulanmamış olup bu verilerin doğruluğu ve bütünlüğüyle ilgili tarafımızca bir güvence verilmemektedir.



1 Yönetici Özeti

Değerleme Çalışması Sonuçları

1 Yönetici Özeti

- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Oranı – Hisse Değeri



Piyasa Değeri Yöntemi'ne Verilen Ağırlık

%50

Şirketler'in halka açık olması ve hisselerinin Borsa İstanbul'da işlem görmesi nedeniyle, birleşme oranına baz teşkil edecek hisse değeri hesaplamasında Piyasa Değeri Yöntemi'ne %50 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi'ne Verilen Ağırlık

%45

Şirketler'in gelecek yıllara ilişkin nakit akımları Şirketler'in potansiyelini yansıtmaması nedeniyle birleşme oranına baz teşkil edecek hisse değeri hesaplamasında İNA Yöntemi'ne %45 ağırlık verilmiştir.

Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi'ne Verilen Ağırlık

%5

Bu yaklaşım çerçevesinde ŞD/FAVÖK (**) çarpanı tercih edilmiş ancak değerlendirme tarihi itibarıyla çimento sektöründe gözlemlenen FAVÖK marjı oranlarının tarihsel ortalamaların altında seyretmesi nedeniyle, birleşme oranına baz teşkil edecek hisse değeri hesaplamasında Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi'ne %5 ağırlık verilmiştir.

(**) Benzer Şirketler'in 30 Eylül 2019 tarihi itibarıyla son 1 ay ortalaması

Mardin Çimento	Adana Çimento	Aslan Çimento	Bolu Çimento	Ünye Çimento
356 m TL	1.106 m TL	1.757 m TL	426 m TL	404 m TL
30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri	30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri	30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri	30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri	30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri
Devralan Şirket		Hisse değişim oranı: 7,3971 (*)	Hisse değişim oranı: 0,9136 (*)	Hisse değişim oranı: 1,0049 (*)
Adana Çimento A Grubu Pay Senedi Hisse Değeri	Adana Çimento B Grubu Pay Senedi Hisse Değeri	Adana Çimento C Grubu Pay Senedi Hisse Değeri	Açıklamalar (*) 1 TL nominal bedele denk gelen hisse karşılığında hesaplanan hisse değişim oranını göstermektedir.	
556 m TL	371 m TL	179 m TL		
30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri	30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri	30 Eylül 2019 itibari ile hesaplanan toplam hisse değeri		
Hisse değişim oranı: 1,9383 (*)	Hisse değişim oranı: 1,3793 (*)	Hisse değişim oranı: 0,3323 (*)		



1 Yönetici Özeti

Değerleme Çalışması Sonuçları

1 Yönetici Özeti

- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Hisse Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme Öncesi Hisse Değerleri Hesaplaması

(Milyon TL)	Hisse Değeri					Toplam Hisse Değeri İçerisindeki Ağırlıklar (VI)	Ödenmiş Sermaye (VII)	Ödenmiş Sermayenin Birleşmeye Konu Olan Kısımı (VIII)	Birleşme Sonrası Sermaye (IX)	Hisse Değişim Oranı (X)
	Piyasa Değeri Yöntemi (I)	İNA Yöntemi (III)	Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi (II)	Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri (IV)	Ağırlıklandırılmış Hisse Değerinin Birleşmeye Konu Olan Kısımı (V)					
Ağırlık (*)	%50	%45	%5							
Mardin Çimento (**)	333	390	287	356	(y) 356	(z) %8,9	(t) 110	110	110	1,0000
Adana - A (***)	481	650	466	556	545	%13,6	88	86	167	1,9383
Adana - B (***)	323	431	309	371	371	%9,3	83	83	114	1,3793
Adana - C (***)	202	160	115	179	138	%3,4	165	127	42	0,3323
Aslan Çimento	2.235	1.274	1.328	1.757	1.757	%44,0	73	73	540	7,3971
Bolu Çimento	356	513	345	426	426	%10,7	143	143	131	0,9136
Ünye Çimento	350	464	400	404	400	%10,0	124	122	123	1,0049
Toplam	4.280	3.882	3.250	4.049	(x) 3.993	%100,0	786	744	(u) 1.227	

(*) Şirketler'in hisse değerleri hesaplanırken Piyasa Değeri Yöntemi'ne %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi'ne %45, Benzer Şirketler Yöntemi'ne %5 ağırlık verilmiştir. Görüşümüze göre, bahsedilen üç yöntem sonucunda hesaplanan hisse değişim oranı adil ve makuldür.

(**) Mardin Çimento, birleşme işleminde Devralan Şirket'tir.

(***) Adana Çimento'nun A, B ve C grubuna ait imtiyazlı hisse değerlerinin hesaplanmasına ilişkin detaylar Sayfa 8'de sunulmuştur.

(I) Piyasa Değeri Yöntemi ile hisse değerlerinin hesaplanmasına ilişkin detaylar Sayfa 48'de sunulmuştur.

(II) İNA Yöntemi ile hisse değerlerinin hesaplanmasına ilişkin detaylar Sayfa 41-46'da sunulmuştur

(III) Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi ile hisse değerlerinin hesaplanmasına ilişkin detaylar Sayfa 47'de sunulmuştur.

(IV) Değerleme yöntemlerine göre hesaplanan Şirketler'in ağırlıklandırılmış hisse değerini göstermektedir.

(V) Ağırlıklandırılmış hisse değerinin birleşmeye konu olan kısmına ilişkin hesaplama detayları Ek VII-A bölümünde sunulmuştur.

(VI) Şirketler'in hisse değerlerinin hesaplanan toplam hisse değerine olan oranlarını ifade etmektedir.

(VII) Şirketler'in 30 Eylül 2019 itibarıyla birleşme öncesinde ödenmiş sermayeleri gösterilmektedir.

(VIII) Şirketler'in 30 Eylül 2019 itibarıyla birleşmeye konu olan ödenmiş sermayeleri gösterilmektedir. Hesaplamalara ilişkin detaylar Ek VII-A bölümünde sunulmaktadır.

(IX) Birleşme Sonrası Sermaye, Şirketler'in hisse değerinin Toplam Hisse Değeri içerisindeki Oranı (VI) ile Birleşme Sonrası Mardin Çimento'da oluşacak sermayenin (v) çarpılması ile hesaplanmıştır.

(X) Hisse Değişim Oranları, 1 TL nominal bedel hisse karşılığında Birleşme Sonrası Sermaye'nin (IX) Ödenmiş Sermayenin Birleşmeye Tabi Olan Kısımı'na (VIII) bölünmesi ile hesaplanmıştır.

Birleşme Oranına İlişkin Hesaplama

Birleşmeye Konu Olan Toplam Hisse Değeri (x)	3.993
Mardin Çimento Hisse Değeri (y)	356
Birleşme Oranı (z)	%8,9
Birleşme Öncesi Mardin Çimento Ödenmiş Sermayesi (t)	110
Birleşme Sonrası Mardin Çimento Sermaye (u)	1.227
Mardin Çimento Sermaye Artırım Tutarı (v)	1.117

$$(z) = (y)/(x)$$

$$(u) = (t)/(z)$$

$$(v) = (u) - (t)$$

1 Yönetici Özeti

Değerleme Çalışması Sonuçları

1 Yönetici Özeti

- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Adana A, B ve C Grubu Hisse Değeri Hesaplaması

A Grubu Toplam Hisse Değeri

556 m TL

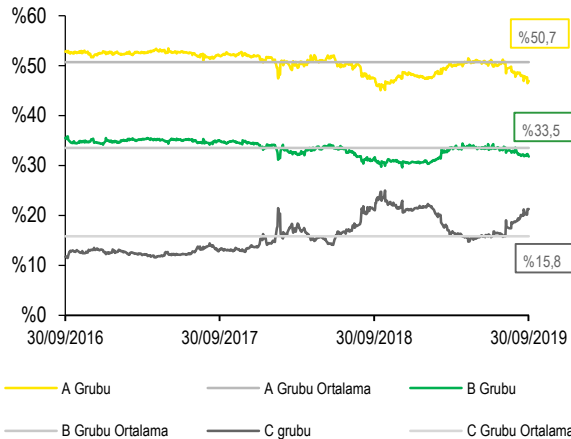
B Grubu Toplam Hisse Değeri

371 m TL

C Grubu Toplam Hisse Değeri

179 m TL

Adana Çimento Hisse Gruplarının Toplam Piyasa Değerinde Sahip Oldukları Ağırlık (I)



Birim: m TL	Adana Çimento	Değerleme Yöntemine Verilen Ağırlık
Piyasa Değeri Yöntemi Sonucu	1.006	%50
İNA Yöntemi Sonucu	1.241	%45
Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi Sonucu	890	%5
Adana Çimento Hisse Değeri (*)	1.106	

Açıklamalar

(*) Adana Çimento'ya ait A, B ve C grubu hisselerinin değerleri, üç farklı değerlendirme yöntemi esas alınarak Adana Çimento toplam hisse değeri üzerinden hesaplanmıştır.

	Piyasa Değeri Ortalama Ağırlığı (I)	Kar Payı Alım Oranı	Ortalama Ağırlık (II)	İNA Yöntemi (III)	Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi (IV)	Piyasa Değeri Yöntemi (V)	Hisse Değeri (VI)
A Grubu	%51	%54	%52	650	466	481	556
B Grubu	%33	%36	%35	431	309	323	371
C Grubu	%16	%10	%13	160	115	202	179
Adana Çimento	%100	%100	%100	1.241	890	1.006	1.106

(I) A, B ve C grubu hisselerinin piyasa değerlerinin toplam Adana Çimento hisse değerine oranı, 30 Eylül 2019 itibarı ile geriye dönük 3 yıllık ortalama alınarak hesaplanmıştır. Hesaplamaya ilişkin grafik solda sunulmuştur.

(II) Adana Çimento'daki hisse gruplarının imtiyazlarını değerlemek amacıyla, toplam şirket değerinin hisse gruplarına göre dağıtılması işlemi için kullanılan ortalama ağırlık, piyasa değeri ortalama ağırlığı ve kar payı alım oranlarına %50 - %50 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Bu yaklaşım sonucunda oluşan değerlerin, hisse gruplarında bulunan diğer oy ve yönetim kurulu seçimi imtiyazlarını da makul olarak yansıttığı düşünülmektedir.

(III) A, B, C grubu hisselerin İNA Yöntemi ile değerleri; Adana Çimento'nun İNA Yöntemi sonucunda hesaplanan toplam hisse değeri ile Ortalama Ağırlıklar (II) çarpılarak hesaplanmıştır.

(IV) A, B, C grubu hisselerin Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi ile değerleri; Adana Çimento'nun Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi sonucunda hesaplanan hisse değeri ile Ortalama Ağırlıklar (II) çarpılarak hesaplanmıştır.

(V) A, B, C grubu hisselerin Piyasa Değeri Yöntemi ile değerleri; Adana Çimento'nun A, B, C grubu hisselerinin Borsa İstanbul'da işlem gören hisselerinin işaret ettiği piyasa değerinin, değerlendirme tarihi itibarıyla son 1 aylık ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

(VI) Değerleme yöntemlerine verilen ağırlıklara göre hesaplanan A, B, C grubu hisselerinin değerini göstermektedir. Şirketler'in hisse değerleri hesaplanırken Piyasa Değeri Yöntemi'ne %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi'ne %45, Benzer Şirketler Yöntemi'ne %5 ağırlık verilmiştir.

3

Değerleme Yöntemleri



3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri**
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi

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

$$\text{Toplam hisse değeri} = \text{İşletmenin değeri} - \text{Borçların piyasa değeri}$$

İşletmenin toplam değeri aşağıdaki temel unsurlardan oluşur:

Tahmin yapılan döneme ait şirket faaliyetlerinden sağlanan nakit akımlarının bugünkü değeri ile faaliyetler için zorunlu olmayan diğer aktiflerin ve menkul kıymetlerin değeri toplamı.

Tahmin yapılan dönem sonrasında faaliyetler ile ilişkilendirilebilen işin bugünkü değerini ifade eden tahmini bir “devam eden değer”.

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

Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

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

$$\text{Sonsuza devam etmesi beklenen nakit akımları}$$

$$\text{Devam eden değer} = \frac{\text{Sonsuza devam etmesi beklenen nakit akımları}}{\text{Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti} - \text{Projeksiyon dönemi sonrası büyüme oranı}}$$

$$\text{Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti} - \text{Projeksiyon dönemi sonrası büyüme oranı}$$

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

3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

1 Yönetici Özeti
2 Sektör ve Şirket Bilgisi
3 Değerleme Yöntemleri
4 Değerleme Sonuçları
5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi

Kısaltmalar

<i>D</i>	<i>borç</i>
<i>Rf</i>	<i>risksiz getiri oranı</i>
<i>E</i>	<i>özsermaye</i>
<i>B</i>	<i>beta</i>
<i>Ke</i>	<i>özsermaye maliyeti</i>
<i>Pm</i>	<i>piyasa risk primi</i>
<i>Kd</i>	<i>vergi sonrası borçlanma maliyeti</i>

İskonto Oranı

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

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

Özsermaye hesaplamasında kullanılan Beta katsayısı bulunurken halka açık emsal şirketler grubuna ait ortalama finansal borçlardan arındırılmış (kaldıraçsız) Beta katsayısı esas alınmıştır. Özsermaye maliyeti aşağıdaki değişkenlerin kullanıldığı Sermaye Varlık Fiyatlandırma Modeli'ne dayandırılmıştır:

$$k_e = r_f + (\beta * P_m)$$

Risksiz Getiri Oranı (Rf)

Şirketler için risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Hazine Tahvili, 30 Eylül 2019 tarihi son gün olmak üzere son 1 aylık Vadeye Kadar Getiri (“VKG”) oranının ortalaması olan %14,5 oranı dikkate alınmıştır. (Kaynak: Capital IQ)

Piyasa Risk Primi (Pm)

Piyasa risk primi (risk fiyatı), piyasa portföyünün (yatırım endeksi) beklenen getiri oranı ile risksiz getiri oranı arasındaki farkı gösteren değerdir ve %6,0 olarak alınmıştır.

3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

1 Yönetici Özeti
2 Sektör ve Şirket Bilgisi
3 Değerleme Yöntemleri
4 Değerleme Sonuçları
5 Ekler

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi

Kısaltmalar

<i>D</i>	<i>borç</i>
<i>Rf</i>	<i>risksiz getiri oranı</i>
<i>E</i>	<i>özsermaye</i>
<i>B</i>	<i>beta</i>
<i>Ke</i>	<i>özsermaye maliyeti</i>
<i>Pm</i>	<i>piyasa risk primi</i>
<i>Kd</i>	<i>vergi sonrası borçlanma maliyeti</i>
<i>Rd</i>	<i>vergi öncesi borçlanma maliyeti</i>

Beta

Beta çarpanı, herhangi bir şirketin ilave getirilerinin (risksiz getirilerin üzerindeki getiriler) bazı piyasa getirilerinin üzerindeki toplam ilave getirilere (R_f üzerindeki yatırım endeksi) olan duyarlılığını göstermektedir. Bu nedenle, sermaye piyasası teorisine göre riskin iki bileşeninden biri olan piyasa riskinin (sistemik risk) ölçütlerinden biridir. Birin üzerindeki beta çarpanları piyasa ortalamasından daha yüksek bir dalgalanmaya işaret eder. Çalışmamızda, iskonto oranı hesaplamasında emsal şirketlerden oluşturulan grubun betası kullanılmıştır ve kaldıraçsız beta 0,56 olarak dikkate alınmıştır. İskonto oranı hesaplaması ve emsal şirketlerin detayları Ek III bölümünde sunulmuştur.

Borçlanma Maliyeti Hesaplaması

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

$$k_d = R_d * (1 - \text{vergi oranı})$$

3 Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

1 Yönetici Özeti
2 Sektör ve Şirket Bilgisi
3 Değerleme Yöntemleri
4 Değerleme Sonuçları
5 Ekler

İndirgenmiş Temettü Yöntemi

Kısaltmalar

<i>PV</i>	<i>gelecekte elde edilecek nakit akımlarının bugünkü değeri</i>
<i>Di</i>	<i>projeksiyon döneminin her hangi yılında dağıtılacak temettü değeri</i>
<i>r</i>	<i>iskonto oranı</i>
<i>n</i>	<i>projeksiyon döneminin uzunluğu</i>
<i>g</i>	<i>projeksiyon döneminin son yılının ardından nakit akımlarının yıllık büyüme oranı</i>

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, özellikle İndirgenmiş Temettü Yöntemi ("İTY") şirket hisselerinin piyasa değerinin hesaplanmasında değerlendirme yöntemi olarak kullanılmaktadır. Aslan Çimento'nun kurucu hisselerinin kar payı hakkı değerlerinin belirlenmesi için İTY modeli kullanılmıştır.

Aslan Çimento için kullanılan İTY modelinde, kurucu hisselerin gelecekte elde edeceği tahmin edilen kar paylarının Şirket için uygun olan bir iskonto oranı kullanılarak bugünkü değerine getirilmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Bu hesaplamalarda kullanılan iskonto oranı şirketin sermaye maliyetine eşittir. İTY sonucunda bulunan değer;

- Söz konusu yöntemle değerlendirilecek kuruluşların iş planına uygun olarak, yukarıda açıklandığı gibi belli bir projeksiyon döneminde dağıtılacak temettünün bugünkü değeri (A) ile,
- Tahmin yapılan dönem sonrasında faaliyetler ile ilişkilendirilebilen işin bugünkü değerini ifade eden tahmini bir "devam eden değeri" (B)'nin toplamına eşittir.

$$PV = \overbrace{\sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i}}^A + \overbrace{\frac{D_n(1+g)}{(r-g)}}^B$$

3 Değerleme Yöntemleri

Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi

1 Yönetici Özeti
2 Sektör ve Şirket Bilgisi
3 Değerleme Yöntemleri
4 Değerleme Sonuçları
5 Ekler

Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi

Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi'ne göre bir Şirket'in değeri, operasyonel ve finansal anlamda kendisi ile benzer firmaların performansı ve hisse değeri verilerinden yola çıkılarak belirlenir.

Karşılaştırmalı Piyasa Değeri yaklaşımında, en çok kullanılan iki yöntem, Benzer Şirket (halka açık şirketlerin verileri baz alınarak) ve Benzer İşlemler (yakın dönemde gerçekleşen birleşme/satın alma işlemleri baz alınarak) yöntemleridir. Bu yöntemler, ilgili Şirket'in değerini; benzer işlemlerde ortaya çıkan değerlendirme çarpanlarını ve sektördeki halka açık benzer şirketlerin değerlendirme çarpanlarını esas alarak belirlemektedir.

Bu yöntemlerin uygulanması sırasında aşağıdaki çalışmalar gerçekleştirilmektedir:

- Şirket'in faaliyet gösterdiği ilgili sektörde kabul gören oranların detaylı incelenmesi ve analizi (karşılaştırılabilir şirketler ve/veya karşılaştırılabilir işlemler);
- Halka açık işlem gören karşılaştırılabilir şirketler ve karşılaştırılabilir işlemlerle ilgili bilgilerin toplanması ve analizi;
- İş planlarına ve ilgili sektöre göre uygun görülen karşılaştırılabilir şirketlerin çarpanlarının değerlendirme için seçilmesi (Şirket'in değerlemesi çerçevesinde Şirket'in faaliyet yapısı ile uyumlu olacak şekilde Şirket Değeri/FAVÖK çarpanları tercih edilmiştir);
- Belirlenen karşılaştırılabilir şirketlerin ve/veya işlemlerin değerlendirme tarihi itibarıyla çarpanlarının hesaplanması;
- İlgili değerlendirme çarpanlarının değerlemeye konu Şirket'in finansal tablolarına uygulanması.

Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi:

Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi'ne göre, Şirket'in değeri, sektörde uygun görülen halka açık benzer şirketleri değerlendirme çarpanları esas alınarak belirlenmektedir. Bu yöntemle göre Şirket'in Hisse Değeri, Şirket Değeri üzerinden belirlendiğinden dolayı en çok kullanılan çarpanlar Şirket Değeri/FAVÖK, Şirket Değeri/FVÖK ve Şirket Değeri/Satışlar çarpanları olup değerlendirme tarihi itibarıyla değerlendirme çalışmasında Şirketler için çalışmamızda Şirket Değeri/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Kullanılan benzer şirketler ve ilgili değerlendirme çarpanları Ekler bölümünde sunulmaktadır.



3 Değerleme Yöntemleri

Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri**
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırmalı Piyasa Değeri Yöntemi

Benzer İşlemler Yöntemi:

Benzer İşlemler Yöntemi'ne göre; şirket değeri değerlemesi yapılan şirket ile aynı sektör ve benzer büyüklükteki firmaların yer aldığı, resmi olarak açıklanmış birleşme ve satın alma işlemlerinin ortalama ya da medyan çarpanları hesaplanmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla Şirketler'in değerlemesinde kullanılabilecek yeterli sayıda benzer işlemler bulunmamaktadır. Bu nedenle, değerlendirme çalışmasında bu yöntem yer verilmemiştir.

Piyasa Değeri Yöntemi:

Uluslararası Değerleme Standartları'na göre aktif bir pazardan elde edilen fiyat ve değer bilgisi değere yönelik bir kanıt olarak değerlendirilebilir, dolayısıyla Şirketler'in borsada işlem gören piyasa değeri değerlendirme çalışmalarında dikkate alınmıştır.

5

Ekler





5 Ekler

Ek VI. Aslan Çimento İndirgenmiş Temettü Yöntemi Sonucu

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler

Aslan Çimento İndirgenmiş Temettü Yöntemi

Kurucu Hisselerin Toplam Değeri (*)

1,4 m TL

30 Eylül 2019 itibarıyla Aslan Çimento'nun kurucu paylarının toplam kar payı hakkı değeri

İskonto Oranı

%18,3

Sermaye maliyeti

Devam Eden Değer Büyüme Oranı

%8,0

Birim: '000 TL	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T
Dağıtılmamış Kar / (Zarar)	10.322	(1.209)	(15.162)	(16.959)	(1.514)	-
Dönem Net Karı / (Zararı)	(11.531)	(13.953)	(1.797)	15.444	33.271	51.722
Net Dağıtılabilir Kar (a)	-	-	-	-	31.757	51.722
Ortaklara Birinci Kar Payı (b)	-	-	-	-	15.879	25.861
Aslan Kurucu Hisseler için Kar Payı (c)	-	-	-	-	794	1.293
Aslan Kurucu Hisseler için Kar Payı (Aktif Hisse) (d)	-	-	-	-	179	291

Yıl	0,7	1,7	2,7	3,7	4,7	5,7
İskonto Oranı	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3	%18,3
İskonto Faktörü	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4
İndirgenmiş Temettü	-	-	-	-	82	113

İndirgenmiş Temettülerin Bugünkü Değeri	194
Devam Eden Değer	3.064
İndirgenmiş Devam Eden Değer	1.185
Kurucu Hisselerin Toplam Değeri	1.379

Kaynak: EY Analizi

$$b = a * \%50$$

$$c = (a-b) * \%5$$

$$d = c / 6000 * 1350$$

(**)

(*) Aslan Çimento'da kurucu pay senedi değerlemesinde rüçhan hakkı için bir değerlendirme çalışması yapılmamış olup, bu payların sadece kar payı hakkına yönelik bir değerlendirme çalışması yürütülmüştür. Şirketin geçmiş 10 yılda sadece bir kere sermaye artırımını yapmış olması ve projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen nakit akımlarının yeni bir sermaye artırımını ihtiyacına işaret etmemesinden dolayı rüçhan hakkına yönelik bir değerlendirme, bu çalışmanın kapsamına dahil edilmemiştir. Bu kapsamda kurucu pay senedi değerlemesinde, sadece kurucu pay senetlerinin elde edeceği kar paylarına yönelik İNA yöntemi kullanılması makul olarak değerlendirilmiştir.

(**) Şirket kuruluş anında çıkarılan kurucu pay adeti 6.000 iken, Şirket'in geri aldıktan sonra iptal ettiği paylar sonrası bu rakam 1.350'ye inmiştir. Mevcut kurucu paylara dağıtılacak kar payı, kurucu paylara toplamda isabet eden kar payı rakamının iptal edilen paylara düşen kısmı düzeltilerek hesaplanmaktadır.

5 Ekler

Ek VII - A. Birleşmeye Konu Olan Hisse Değeri Hesaplaması

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler**

Birleşmeye Konu Olan Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri ve Ödenmiş Sermaye Hesaplaması *

Şirket (milyon TL)	Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri	Ağırlıklandırılmış Hisse Değeri Düzeltmesi	Ağırlıklandırılmış Hisse Değerinin Birleşmeye Konu Olan Kısımı
Mardin Çimento	356	-	356
Adana - A (**)	a_1 556	b_1 (12)	c_1 545
Adana - B	371	-	371
Adana - C (**)	a_2 179	b_2 (41)	c_2 138
Aslan Çimento	1.757	-	1.757
Bolu Çimento	426	-	426
Ünye Çimento (**)	a_3 404	b_3 (4)	c_3 400
Toplam	4.049	(57)	3.993

Şirket (milyon TL)	Ödenmiş Sermaye	Ödenmiş Sermaye Düzeltmesi	Ödenmiş Sermayenin Birleşmeye Konu Olan Kısımı
Mardin Çimento	110	-	110
Adana - A (***)	a_1 88	b_1 (2)	c_1 86
Adana - B	83	-	83
Adana - C (***)	a_2 165	b_2 (38)	c_2 127
Aslan Çimento	73	-	73
Bolu Çimento	143	-	143
Ünye Çimento (***)	a_3 124	b_3 (1)	c_3 122
Toplam	786	(41)	744

(*) Bu sayfa, Sayfa 7'de yer alan Hisse Değişim Oranının hesaplanmasına temel teşkil eden diğer hesaplamaları içerdiğinden, bu sayfadaki hesaplamaların sayfa 7 ile beraber değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

Toplam Sermaye İçindeki Pay (%)	Sahip Olunan Hisseler		
	Adana Çimento A Grubu	Adana Çimento C Grubu	Ünye Çimento
Adana Çimento	%0,1	%23,1	%0,5
Mardin Çimento	%1,0	%0,0	%0,5
Ünye Çimento	%1,0	%0,0	%0,0
Toplam x_1	x_1 %2,1	x_2 %23,1	x_3 %1,0

$$(**) b_i = -a_i * (x_i)$$

$$c_i = a_i + b_i$$

- Birleşmeye konu olan Şirket paylarının hisse değeri hesaplamasında, Şirketler'in sahip olduğu kendi payları ve birleşmeye konu olan diğer Şirketler'deki paylarının hisse değerleri, sahip olunan Şirketler'in ağırlıklandırılmış hisse değerinden çıkarılmıştır.

Ödenmiş Sermaye (Milyon TL, Nominal Değer)	Sahip Olunan Hisseler		
	Adana Çimento A Grubu	Adana Çimento C Grubu	Ünye Çimento
Adana Çimento	0,1	38,1	0,6
Mardin Çimento	0,9	0,0	0,6
Ünye Çimento	0,9	0,0	0,0
Toplam x_1	x_1 1,8	x_2 38,1	x_3 1,2

$$(**) b_i = -x_i$$

$$c_i = a_i + b_i$$

- Birleşmeye konu olan ödenmiş sermaye hesaplamasında, Şirketler'in sahip olduğu kendi payları ve birleşmeye konu olan diğer Şirketler'deki paylarının nominal değerleri, sahip olunan Şirketler'in toplam ödenmiş sermaye değerinden çıkarılmıştır

5 Ekler

Ek VII - B. Birleşmeye Konu Olan Hisse Değeri Hesaplaması

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler**

Birleşmeye Konu Olan Şirketlerde Sahip Olunan Payların Değerlemesi ****

Birim: m TL	Hisse Değeri (İNA Yöntemi)	Hisse Değeri (Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi)
Adana Çimento - A Grubu	a_1	b_1
Adana Çimento - B Grubu		
Adana Çimento - C Grubu	a_2	b_2
Adana Çimento Hisse Değeri (*)	1.203	862

(*) Adana Çimento toplam hisse değerinin, hisse sınıflarına göre dağılımı için kullanılan ortalama ağırlık oranına ilişkin detaylar sayfa 8'de sunulmaktadır.

Birim: m TL	Hisse Değeri (İNA Yöntemi)	Hisse Değeri (Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi)
Ünye Çimento	a_3	b_3

Toplam Sermaye İçindeki Pay (%)	Sahip Olunan Hisseler			
	Adana Çimento A Grubu	Adana Çimento C Grubu	Ünye Çimento	
Adana Çimento	x_1	x_2	x_3	
Mardin Çimento	y_1	y_2	y_3	
Ünye Çimento	z_1	z_2	z_3	
Toplam	%2,1	%23,1	%1,0	

(****) Bu sayfa, Birleşmeye Konu olan Şirketlerde sahip olunan paylara ait değerlendirme hesaplamalarına temel teşkil eden diğer hesaplamaları içerdiğinden, bu sayfadaki hesaplamaların sayfa 41, 44, 45 ve 47'de yer alan tablolar ile beraber değerlendirilmesi faydalı olacaktır.

İNA Yöntemine Göre Belirlenmiş Hisse Değeri (Milyon TL) **	Sahip Olunan Hisseler			
	Adana Çimento A Grubu (**)	Adana Çimento C Grubu (**)	Ünye Çimento (**)	Toplam
Adana Çimento	Ad_1	Ad_2	Ad_3	
Mardin Çimento	Ma_1	Ma_2	Ma_3	
Ünye Çimento	Un_1	Un_2	Un_3	

$$(**) Ad_i = x_i * a_i$$

$$Ma_i = y_i * a_i$$

$$Un_i = z_i * a_i$$

- Adana, Mardin ve Ünye Çimento'nun sahip olduğu Adana Çimento A Grubu, Adana Çimento C Grubu ve Ünye Çimento paylarının İNA yöntemine göre hesaplanmış değerleri gösterilmektedir.

Benzer Şirket Çarpanı Yöntemine Göre Belirlenmiş Hisse Değeri (Milyon TL) ***	Sahip Olunan Hisseler			
	Adana Çimento A Grubu (***)	Adana Çimento C Grubu (***)	Ünye Çimento (***)	Toplam
Adana Çimento	Ad_1	Ad_2	Ad_3	
Mardin Çimento	Ma_1	Ma_2	Ma_3	
Ünye Çimento	Un_1	Un_2	Un_3	

$$(***) Ad_i = x_i * b_i$$

$$Ma_i = y_i * b_i$$

$$Un_i = z_i * b_i$$

- Adana, Mardin ve Ünye Çimento'nun sahip olduğu Adana Çimento A Grubu, Adana Çimento C Grubu ve Ünye Çimento paylarının benzer şirket çarpanı yöntemine göre hesaplanmış değerleri gösterilmektedir.



5 Ekler

Ek X. Kısaltmalar

- 1 Yönetici Özeti
- 2 Sektör ve Şirket Bilgisi
- 3 Değerleme Yöntemleri
- 4 Değerleme Sonuçları
- 5 Ekler**

Kısaltmalar			
2019-9G	2019 yılı üçüncü çeyreği için gerçekleşmiş sonuçlar	İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı
20XXG	Finansal yıl için gerçekleşmiş sonuç, 20XX	İştirakler veya Şirketler	Adana Çimento, Aslan Çimento, Bolu Çimento, Mardin Çimento ve Ünye Çimento birlikte
20XXT	Finansal yıl için tahmini sonuç, 20XX	K	Bin
Adana Çimento	Adana Çimento Sanayii T.A.Ş.	M	Milyon
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	Mardin Çimento	Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.
Aslan Çimento	Aslan Çimento A.Ş.	OYAK Çimento	OYAK Çimento A.Ş.
Bolu Çimento	Bolu Çimento Sanayii A.Ş.	OYAK Beton	OYAK Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Değerleme Tarihi	30 Eylül 2019	Rapor	30 Aralık 2019 tarihli Değerleme Raporu
Devralan Şirket	Mardin Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.	ŞD/FAVÖK	Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
EY	Ernst Young Kurumsal Finansman Danışmanlık A.Ş.	TL	Türk Lirası
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar	Ünye Çimento	Ünye Çimento Sanayii ve Ticaret A.Ş.
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar	YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı
GSYİH	Gayrisafi Yurt içi Hasıla	m/d	Mevcut değil

5 Ekler

Ek XI. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

1 Yönetici Özeti
2 Sektör ve Şirket Bilgisi
3 Değerleme Yöntemleri
4 Değerleme Sonuçları
5 Ekler

Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

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

5 Ekler

Ek XI. Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

1 Yönetici Özeti
2 Sektör ve Şirket Bilgisi
3 Değerleme Yöntemleri
4 Değerleme Sonuçları
5 Ekler

Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

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

EY | Denetim | Vergi | Kurumsal Finansman | Danışmanlık

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

EY adı küresel organizasyonu temsil eder ve Ernst & Young Global Limited'in her biri ayrı birer tüzel kişiliğe sahip olan, bir veya daha çok, üye firmasını temsil edebilir. Sınırlı sorumlu bir Birleşik Krallık şirketi olan Ernst & Young Global Limited müşteri hizmeti sunmamaktadır. Daha fazla bilgi için lütfen ey.com adresini ziyaret ediniz.

EY, Eski Büyükdere Caddesi Orjin Maslak No:27 Maslak, İstanbul 34485, Türkiye

©2019. EY Tüm Hakları Saklıdır.

ey.com/tr

