



# OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.

Birleşme ve Hisse Değişim Oranlarının Tespitine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

20 Kasım 2023

Gizli ve Özel





**Engin İyikul**

Ortak  
engin.iyikul@pwc.com

**Ayşegül Temel**

Müdür  
aysegul.temel@pwc.com

**Oğuz Yılmaz**

Müdür  
oguz.yilmaz@pwc.com

**PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.**

Süleyman Seba Cad. BJK Plaza  
No:48 B Blok, Kat 4, Akaretler 34357  
Beşiktaş / İstanbul

**OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.**

Çukurambar Mahallesi, 1480.Sokak No:2A/56  
Çankaya, Ankara / Türkiye

20 Kasım 2023

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. ("OYAK Çimento Fabrikaları" veya "OÇF" veya "Şirket") ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("PwC") arasında 27.07.2023 tarihinde imzalanmış olan Danışmanlık Sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında, OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. ile OYAK Denizli Çimento A.Ş. ("OYAK Denizli Çimento" veya "ODÇ") şirketlerinin (beraber "Birleşecek Şirketler") toplam hisse değerlerinin tahmin edilmesi ve Birleşecek Şirketler'in OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. çatısı altında birleşmesine ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 7. maddesi çerçevesinde hazırlanan Uzman Kuruluş Raporu'nun ("Rapor") sonuçları ektedir. Çalışmamız, Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, Birleşecek Şirketler'in yönetimlerinin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla birleşme ve değişim oranlarının uygun değerlendirme yaklaşımları kullanılarak tespit edilmesi amacıyla hazırlanmıştır. Birleşecek Şirketler'in değerlendirme çalışması 11 Eylül 2023 itibarıyla tamamlanmıştır. Şirket Yönetimi'nin 11 Eylül 2023 tarihine kadar paylaşmış olduğu bilgiler ve piyasa beklentileri çalışmada dikkate alınmıştır.

Çalışmada Birleşecek Şirketler tarafından sağlanan geçmiş finansal ve operasyonel bilgiler ile finansal projeksiyonlar kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra OYAK Çimento Fabrikaları Yönetimi tarafından hazırlanan finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu Rapor sadece OÇF ve ODÇ Yönetimi için hazırlanmıştır. PwC, raporun üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar, düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) ve Şirket Danışmanları dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk OYAK Çimento Fabrikaları Yönetimi'nde kalacaktır.

Saygılarımızla,

  
Engin İyikul,  
Ortak

# İçindekiler

## Çalışma Özeti

19

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/8)

## Çalışmanın Amacı

*Çalışmanın amacı, OYAK Çimento Fabrikaları ile OYAK Denizli Çimento'nun, OYAK Çimento Fabrikaları çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve hisse değişim oranlarının hesaplanmasına yönelik Uzman Kuruluş Raporu'nu hazırlamaktır.*

PwC; çalışma kapsamında, Birleşecek Şirketler'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Şirketler'in değerlerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

## Makul Değer

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

*Bu raporda baz alınan değer "Makul Değer"dir. SPK'nın III-62.1 sayılı Tebliği'nde belirtildiği gibi Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına (UDS) uyulması zorunludur. UDS'ye göre ise Makul Değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır.*

## Bilgi Kaynakları

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş finansal veriler ve projeksiyonlar Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanmıştır. Geçmiş finansal veriler olarak, OÇF ve ODÇ için SPK'nın finansal raporlama hükümlerine uygun olarak ve TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış, 2020-2022 yıllarını ve 2023 ilk 6 aylık dönemi kapsayan, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar kullanılmıştır. Projeksiyonlara baz olan iş planları 2023-2027 yıllarını kapsamaktadır.

*PwC, Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Birleşecek Şirketler'in yönetimleri tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Birleşecek Şirketler'in yönetimleri ile tartışılarak revize edilmiş ve çalışmamızda yer almıştır.*

PwC, bu çalışma kapsamında Birleşecek Şirketler'e ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/8)

## Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece OYAK Çimento Fabrikaları, Oyak Denizli Çimento ve Şirket Danışmanları yönetimleri için hazırlanmıştır. *PwC, bu raporun OYAK Çimento Fabrikaları Yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir.* Raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. PwC raporun kullanımına izin verse dahi rapora ilişkin bütün sorumluluk OYAK Çimento Fabrikaları Yönetimi'nde kalacaktır. *Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.*

## Değerleme Tarihi

Değerleme tarihi olarak SPK'nın Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin (II-23.2) 6. maddesi çerçevesinde **30 Haziran 2023** belirlenmiştir.

## Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında; *Gelir Yaklaşımı ("GY"), Piyasa Yaklaşımı ("PY"), Net Varlık Yaklaşımı ("NVY") ve Borsa Yaklaşımı ("BY") olmak üzere **4 yöntem** dikkate alınmıştır. Birleşecek Şirketler'in makul değerleri tahmin edilirken Net Varlık Yaklaşımı sonuçlarına ağırlık verilmemiştir.*

### Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları – "İNA")

Bu yöntemde Birleşecek Şirketler'in değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerlerine indirgenmesiyle elde edilmektedir. *Gelir yaklaşımı kapsamında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan iş planları ve iş planı dönemi sonrasına ait nakit akımı tahminleri dikkate alınmıştır.*

İNA çalışması kapsamında Birleşecek Şirketler'in ve onların faal olan bağlı ortaklarının ve iştiraklerinin gelir/giderini, kurumlar vergisi yükünü, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören indirgenmiş nakit akımı modelleri hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Şirket Yönetimi'nin sağladığı bilgiler esas alınmıştır. İNA çalışması kapsamında dikkate alınan şirketlerin gelecekte yaratacağı beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının söz konusu şirketlerin risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle tahmin edilmiştir.

### Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen karşılaştırılabilir şirketler ("KŞ") ve işlemler ("Kİ") yöntemlerine göre; *Birleşecek Şirketler ile benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerlendirme çarpanları dikkate alınarak toplam hisse değeri tahmin edilmektedir.* Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/8)

## Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

**Karşılaştırılabilir Şirketler** analizinde Birleşecek Şirketler'le benzer operasyona, karlılık ve borçluluk oranlarına sahip ve Birleşecek Şirketler'in faaliyet gösterdiği iş kollarında faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı" belirlenmiştir.

ŞD/FAVÖK oranında dikkate alınan karşılaştırılabilir ve halka açık şirket değerleri, 30.06.2023 itibari ile değerlendirme tarihinden geriye dönük son 3 aylık ortalama piyasa değerleri ile değerlendirme tarihi itibariyle en güncel mali tablo bilgileri üzerinden hesaplanan net borçluluk tutarları ve diğer anlamlı veriler kullanılarak hesaplanmıştır. Hesaplanan çarpan, Birleşecek Şirketler'in 2024 ile 2027 yılları arasında gerçekleşeceği tahmin edilen FAVÖK tutarlarının enflasyonla indirgenerek 2023 yılı fiyat seviyesinde yeniden ifade edilmiş ortalama FAVÖK tahmin tutarlarına uygulanarak şirket değeri tahmin edilmiştir. Piyasa Yaklaşımı için FAVÖK bazının bu şekilde tahmin edilmesinin sebebi, 2023 yılında piyasa koşullarındaki bir defaya mahsus olduğu düşünülen gelişmelerin Birleşecek Şirketler'in FAVÖK tutarlarını 2023 yılı için sürdürülebilir karlılık seviyesinin üzerine taşımış olduğu kanaatidir. Gelir Yaklaşımı kapsamında projeksiyon dönemi için tahmin edilen 2023 yılı fiyatları seviyesinde ifade edilmiş ve sürdürülebilir karlılık performansının göstergesi olduğu düşünülen FAVÖK tahminleri ortalamasının Piyasa Yaklaşımı için daha uygun bir baz teşkil edeceği düşünülmektedir.

**Karşılaştırılabilir İşlemler** yöntemi ise; yeterli sayıda ve detayları tam olarak kamuya açıklanmış işlem bulunamaması, bulunan işlemlerin bir kısmının azınlık payı hisse satın alımı ile ilgili olması ve değerlendirme tarihinden geriye dönük son 5 yılda gerçekleşmiş işlemlere odaklanılması sonucu işlem sayısının sınırlı kalması nedenleriyle uygulanamamıştır.

## Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır. *Bu kapsamda, 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla OÇF ve ODÇ için SPK'nın belirlemiş olduğu düzenlemelerde referans verilen TFRS finansal raporlama standartlarına göre hazırlanmış ve her iki şirket için de bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarda yer alan konsolide özkaynak tutarları dikkate alınarak net varlık değerleri tahmin edilmiştir.*

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/8)

## Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

### Borsa Yaklaşımı

*Aktif bir piyasadan elde edilebilecek fiyat bilgisinin değere yönelik anlamlı bir gösterge olabilecek olması nedeniyle, Birleşecek Şirketler'den halka açık olan OÇF için Borsa Yaklaşımı değerlendirilmiştir.*

Borsa Yaklaşımı kapsamında değer hesaplanırken, OÇF'nin günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı, OYAK Çimento Fabrikaları Yönetimi'nin birleşme işlemi Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) açıkladığı tarih olan 14.07.2023 ve 15.07.2022 arası geriye dönük 1 yıllık dönem boyunca farklı aylık frekansları dahilinde incelenmiş, 14.07.2023 tarihinden geriye dönük ortalama 3 aylık ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatının Borsa Yaklaşımı'na göre OÇF'nin makul değerinin en uygun göstergesi olacağı tahmin edilmiştir.

14.07.2023 tarihinden geriye dönük ortalama 3 aylık hisse fiyatı makul değer göstergesi olarak dikkate alınırken BİST 100 endeksinin performansı incelenmiştir. Mayıs 2023'te ~4.500 seviyelerine kadar gerileyen BİST 100 endeksi, değerlendirme tarihi olan 30 Haziran 2023'te ~6.000 seviyelerine, birleşme duyurusunun yapıldığı Temmuz ayında ise ~6.400 seviyelerine ulaşmıştır. Borsaya kote şirketlerin hisse senedi fiyatları piyasa koşullarındaki büyük değişikliklerden dolayı farklı bir baza oturmuştur. Bu nedenle birleşme kararının kamuya açıklandığı tarihten itibaren son 3 aydaki ortalama OÇF hisse fiyatının Borsa Yaklaşımı için en uygun gösterge olacağı tahmin edilmiştir.

ODÇ'nin hisselerinin borsada işlem görmemesi sebebiyle Piyasa Yaklaşımı sonuçları dikkate alınarak Borsa Yaklaşımı kapsamında tahmini hisse değeri hesaplanmıştır. Bu hesaplama için ODÇ'nin Piyasa Yaklaşımı ile hesaplanan değeri üzerine halka açık olan OÇF'nin Borsa Yaklaşımı değeri ile hesaplanan değeri, ODÇ'nin OÇF'deki efektif sahiplik oranı (%74,45) dikkate alınarak, eklenmiştir.

## Çalışmada Kullanılan Para Birimi

Değerleme çalışmasında baz alınacak para birimi Birleşecek Şirketler'in operasyonel yapısı ve satış yaptığı coğrafya dikkate alınarak TL olarak belirlenmiştir. TL bazında yapılan tahminlerin tutarlılığı, gelir ve maliyetler içerisinde geçmiş analizi ve tahminlerinin ABD\$ ve EUR gibi yabancı para birimleri üzerinden anlaşılması daha anlamlı olacak birleşenler için ek analizler de yapılarak, detaylı bir şekilde test edilmiştir.

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (5/8)

## II-23.2 Sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği

Birleşme; 6362 Nolu Sermaye Piyasası Kanunu, SPK'nın Seri: II, No. 23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği ve Seri:II, N 23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu ve ilgili diğer mevzuat hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilecektir. Uzman Kuruluş Raporu'muz, SPK'nın II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği dikkate alınarak hazırlanmıştır.

II-23.2 sayılı Birleşme ve Bölünme Tebliği/ Uzman Kuruluş Raporu

### MADDE 7

- (1) Birleşme veya bölünme işlemlerine taraf olan şirketlerin veya işleme esas alınan finansal durum tablosu tarihi itibarıyla malvarlıklarının değerinin ve değişim oranlarının tespiti amacıyla bir uzman kuruluş raporu hazırlanır. Söz konusu raporda değişim oranının adil ve makul olduğu konusunda görüş verilmesi zorunludur. Uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında, ilgili şirketlerin nitelikleri dikkate alınarak en az üç değerlendirme yöntemi dikkate alınır.
- (2) Değerleme işlemlerinde, Kurulun değerlemeye ilişkin düzenlemeleri dikkate alınır.
- (3) Uzman kuruluş görüşünün oluşturulmasında gayrimenkullerin rayiç değerlerinin kullanılacak olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin rayiç değerleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde belirlenir. Gayrimenkullere ilişkin olarak Kurulun ilgili düzenlemeleri çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından hazırlanmış bir gayrimenkul değerlendirme raporunun bulunması halinde, bu raporun uzman kuruluş görüşünün hazırlanmasında dikkate alınması zorunludur.



# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (6/8)

## Çalışma Ekibi

Uzman Kuruluş Raporu çalışmasında 3'ü yönetici konumunda toplam 5 kişilik bir ekip çalışmıştır. Yönetici ekibin kısa özgeçmişleri aşağıda sunulmuştur:

**Engin İyikul (Ortak):** 2009 yılında Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden mezun olmuştur ve aynı yıl PwC Danışmanlık Ekibi'ne katılmıştır. Engin PwC'de geçirdiği dönem boyunca değerlendirme ve finansal modelleme hizmetleri üzerine uzmanlaşmıştır. Engin, *PwC İngiltere değerlendirme ekibinde de 1 yıldan fazla çalışmış olup, değerlendirme ve finansal modelleme ile ilgili hizmetler alanında 13 yıldan fazla deneyime sahiptir. Engin, Sermaye Piyasaları İleri Düzey 3 (SPL Sicil No: 55304, Belge No: 922296) lisansına sahiptir.*

**Ayşegül Temel (Müdür):** Marmara Üniversitesi İngilizce İşletme bölümünden 2015 yılında mezun olduktan sonra kariyerine bir danışmanlık şirketinde vergisel özel inceleme departmanında başlamıştır. Sonrasında bir başka danışmanlık şirketinde kurumsal finansman departmanında çalışmıştır. Burada edindiği tecrübelerden sonra kariyerine PwC Türkiye Değerleme Hizmetleri ekibinde Müdür olarak devam etmekte olan Ayşegül, *şirket değerlendirme, vergisel ve raporlama amaçlı değerlendirme, stratejik yatırımcılar ya da devralmalara yönelik değerlemeler ve fizibilite çalışmalarında 3 yıldan fazla deneyime sahiptir.*

**Oğuz Yılmaz (Müdür):** Bilgi Üniversitesi İşletme Enformatiği bölümünden mezun olmuştur ve sonrasında Sabancı Üniversitesi'nde Finans alanında yüksek lisans yapmıştır. 2018 yılında kariyerine başlayan Oğuz, bir danışmanlık şirketinde birçok farklı finansal modelleme, fizibilite ve değerlendirme projesinde yer almıştır. Sonrasında ise bir başka şirkette 2 yıl boyunca aktif olarak satın alma ve finansman projelerinde görev yapmıştır. Edindiği tecrübelerden sonra PwC Türkiye Değerleme Hizmetleri ekibinde Müdür olarak devam eden Oğuz, *şirket değerlendirme, satın alma ve birleşmeye yönelik değerlemeler ve fizibilite çalışmalarında 4 yıldan fazla deneyime sahiptir.*

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (7/8)

## SPK'ya İlişkin Beyanımız

**Sermaye Piyasası Kurulunun** Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru'ya istinaden:

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşunun üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden bir danışmanlık şirketi olduğumuzu,
- Ayrı bir "Değerleme ve Modelleme Hizmetleri" özel birimine sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğunu
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapımızın bulunduğunu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
- Değerleme çalışmasını talep eden OYAK Çimento Fabrikaları ile şirketimiz arasında hizmet sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Bağımsızlık) ve,
- Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,

**Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 sayılı** "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" in 3. maddesi çerçevesinde:

- Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

beyan ederiz.

# Rapora İlişkin Genel Bilgiler (8/8)

## Bağımsızlık

*PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Birleşecek Şirketler'in birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin Uzman Kuruluş Raporu için alacağı ücret, bu çalışmanın sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Birleşecek Şirketler ile, bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.*

Birleşecek Şirketler'in yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminlerde iş planları baz alınmış olup, Şirket Yönetimi ile tartışılarak kullanılmıştır. Çalışma sonuçlarının adil ve makul olmasını sağlayabilmek için Şirket Yönetimi'nden alınan iş planları, geçmiş performans ve halka açık kaynaklarda sunulan beklentiler ile karşılaştırılmış ve gerekli görüldüğü takdirde düzeltilerek çalışmamızda yer almıştır.

# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (1/7)

## Kombine ve Konsolide Satış ve Brüt Kar Köprüsü

Dahili İşlemler'in raporlanmasında OÇF bünyesinde betona gönderilen çimento miktarının hacminin ve satış değerinin yönetim raporlamasında da dikkate alınması açısından kritik öneme sahip olduğu anlaşılmaktadır. Gelir Yaklaşımı kapsamında OÇF için yapılan değerlendirme çalışmasında yönetim raporları üzerinden oluşturulmuş ve Dahili İşlemler'e dair projeksiyonları da içeren veri seti dikkate alınmıştır.

Oyak Çimento Fabrikaları'nın bünyesinde altısı çimento üretimi (Adana, Aslan, Bolu, Ankara, Mardin ve Ünye'de bulunan entegre çimento fabrikaları) ve biri beton üretimi üzerine faaliyet gösteren "**Şubeler**" bulunmaktadır. OÇF için segment raporlaması sadece beton ve çimento faaliyetleri seviyesinde yapılırken, Şubeler bazında performans raporlaması yapılmaktadır. Şubeler bünyesinde yapılan performans raporlamaları incelendiğinde, çoğunluğu Çimento Şubeleri'nden Beton Şubesi'ne yapılan çimento transferlerinden oluşan şirket içi ürün transferleri olduğu anlaşılmaktadır. OÇF Yönetimi, yönetim raporlamasında şube bazında satış ve karlılık takibi yapabilmek adına şubeler arası transferleri "**Dahili İşlemler**" olarak raporlamaktadır. Dahili İşlemler'in satış ve maliyet tutarları birbirine eşittir. Yönetim raporlaması amacıyla sayısallaştırmaları aşamasında OÇF yönetiminin dikkate aldığı ve ilgili dönem ortalamalarını ifade ettiği savunulan satış fiyatları dikkate alınmaktadır. *OÇF özelinde iş planı, öngörülen satış tutarlarının iç tüketim ve fabrika bazlı üretim kapasitesi etkisinin ölçülebilmesi adına Dahili İşlemler'i de kapsayacak şekilde dikkate alınmıştır. Dahili İşlemler'i içeren satış ve maliyetlerin brüt kar seviyesinde netlenmesi nedeniyle FAVÖK üzerinden yapılan Piyasa Yaklaşımı'nda herhangi bir etkisi olmadığına kanaat getirilmiş, Gelir Yaklaşımı'nda ise Dahili İşlemler tutarlarının işletme sermayesi üzerinde etkisi olabileceği saptanmıştır. Belli varsayımlarla Dahili İşlemler öngörülmüş ve konsolide satış ve maliyetler hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde işletme sermayesinin öngörülen konsolide satış ve maliyetler üzerinden hesaplanması ile Dahili İşlemler'in Gelir Yaklaşımı üzerinde etkisinin olmasının önüne geçilmiştir.* ODÇ bünyesinde geçmiş yıllarda çimento tesislerinden beton tesislerine düşük miktarda transferler yapılmış, 2023 yılından itibaren beton tesislerinin çimento tedarikinin tamamı üçüncü taraflar üzerinden gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Dahili İşlemler raporlaması ODÇ bünyesinde bulunmamaktadır.

**Dahili İşlemler'in etkisinin brüt kar seviyesinde netlenmesi ve bağlı ortaklıklara yapılan satışların eliminasyonu ile denetlenmiş mali tablolarla yönetim raporlarında kullanılan veriler arasında aşağıdaki şekilde köprü kurulmaktadır.**

m TL	2020	2021	2022	1Y23	2020	2021	2022	1Y23	2020	2021	2022	1Y23
	Satışlar				SMM (Amortisman Dahil)				Brüt Kar (Amortisman Dahil)			
Çimento Şubeleri	2.550	4.074	11.112	7.501	(1.992)	(2.997)	(7.757)	(4.509)	558	1.076	3.355	2.992
Beton Şubeleri	656	1.088	3.330	2.752	(637)	(1.028)	(2.975)	(2.377)	19	60	354	375
<b>Toplam Şubeler</b>	<b>3.206</b>	<b>5.161</b>	<b>14.442</b>	<b>10.253</b>	<b>(2.629)</b>	<b>(4.025)</b>	<b>(10.733)</b>	<b>(6.886)</b>	<b>577</b>	<b>1.136</b>	<b>3.709</b>	<b>3.367</b>
Dahili İşlemler Eliminasyonlar	(19)	(507)	(1.763)	(1.307)	19	507	1.763	1.307	-	-	-	-
<b>OÇF</b>	<b>3.187</b>	<b>4.655</b>	<b>12.679</b>	<b>8.946</b>	<b>(2.610)</b>	<b>(3.519)</b>	<b>(8.970)</b>	<b>(5.579)</b>	<b>577</b>	<b>1.136</b>	<b>3.709</b>	<b>3.367</b>
<b>Bağlı Ortaklıklar ve Eliminasyonlar</b>												
Cimpor Romania Terminal SRL	74	99	200	136	(67)	(93)	(198)	(122)	7	6	2	15
Marmara Madencilik San. ve Tic. Ltd. Şti.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adana Çimento Sanayi & Adana Çimento Free Port	0	1	9	19	-	-	(9)	(15)	0	1	0	4
Bağlı Ortaklık Konsolidasyon Eliminasyonları	(329)	(74)	(182)	(116)	322	74	178	114	(7)	0	(4)	(2)
<b>Bağlı Ortaklıklar ve Eliminasyonlar, net</b>	<b>(255)</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>39</b>	<b>256</b>	<b>(19)</b>	<b>(29)</b>	<b>(23)</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>(2)</b>	<b>17</b>
<b>OÇF Konsolide</b>	<b>2.932</b>	<b>4.681</b>	<b>12.707</b>	<b>8.986</b>	<b>(2.354)</b>	<b>(3.537)</b>	<b>(8.999)</b>	<b>(5.602)</b>	<b>578</b>	<b>1.143</b>	<b>3.708</b>	<b>3.384</b>
Amortisman (SMM) (+)*									148	179	219	132
<b>OÇF Konsolide Brüt Kar (Amortisman Hariç)</b>									<b>726</b>	<b>1.322</b>	<b>3.927</b>	<b>3.516</b>

# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (2/7)

## Konsolide Satış ve Maliyetlerin Net İşletme Sermayesi Seviyesinde Projeksiyonu

Daha önce de bahsedildiği üzere, Gelir Yaklaşımı'na göre değerlendirme çalışmasında OÇF yönetimi tarafından sağlanan ve kombine satış ve maliyetler üzerinden hazırlanmış iş planları dikkate alınmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesi gereksiniminin tahmin edilmesinde dikkate alınacak ticari alacak, ticari borç ve stok gün sayıları bağımsız denetimden geçmiş ve Dahili İşlemler etkisini içermeyen gelir tablosu sonuçları üzerinden hesaplanmıştır. İşletme sermayesi gün sayılarının tutarları kullanımını desteklemek adına, Dahili İşlemler etkisini içeren net satışlar ve maliyet projeksiyonları düzeltilerek işletme sermayesinin tahmin edilmesi aşamasında düzeltilmiş projeksiyonlar dikkate alınmıştır.

Dahili İşlemler sonrası Konsolide net satış tutarlarının tahmin edilmesi için; 2020-2022 ve 2023 ilk 6 aylık dönem bazında Dahili İşlemler dahil (kombine) ve Dahili İşlemler hariç (konsolide) net satış tutarları incelenmiş, 2023 ilk 6 aylık dönemde oluşmuş konsolide/kombine satış oranı projeksiyon dönemi kombine tahminlerinin Dahili İşlemlerden arındırılması için baz oluşturmuştur. Benzer bir analiz maliyetler için de gerçekleştirilmiştir. Yapılan analiz sonrası sadece net işletme sermayesi ihtiyacının tahmin edilmesinde kullanılmak üzere dikkate alınacak konsolide net satışlar ve konsolide maliyet tahminlerine ulaşılmıştır.

m TL	2020	2021	2022	1Y23	2Y23	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlar - Kombine (Yönetim raporu)	3.280	5.261	14.642	10.390	11.970	22.359	27.568	38.420	47.197	54.374
Net Satışlar - Konsolide (Denetim raporu)	2.932	4.681	12.707	8.986	10.352	19.337	23.842	33.227	40.818	47.024
<i>Net Satışlar - Konsolide / Kombine</i>	<i>%89,4</i>	<i>%89,0</i>	<i>%86,8</i>	<i>%86,5</i>	<i>%86,5</i>	<i>%86,5</i>	<i>%86,5</i>	<i>%86,5</i>	<i>%86,5</i>	<i>%86,5</i>
SMM - Amortisman Hariç - Kombine (Yönetim raporu)*	2.553	3.939	10.716	6.873	7.858	14.731	20.894	29.039	35.587	41.009
SMM - Amortisman Hariç - Konsolide (Denetim raporu)	2.206	3.359	8.780	5.469	6.240	11.709	17.167	23.846	29.208	33.660
<i>Net İşletme Sermayesi / Net Konsolide Satışlar</i>	<i>%19,0</i>	<i>%16,5</i>	<i>%14,1</i>	<i>%15,8</i>	<i>%15,5</i>	<i>%15,5</i>	<i>%15,8</i>	<i>%15,8</i>	<i>%15,8</i>	<i>%15,8</i>

(\*) Bir önceki sayfada paylaşılan, Dahili İşlemlerle ilgili maliyetleri de içeren ve bağlı ortaklıkların maliyetleri ile eliminasyon etkileri yansıtılmış SMM seviyesini ifade etmektedir.

# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (3/7)

## OYAK Çimento Fabrikaları Bünyesinde Yer Alan Bağlı Ortaklıklar

OÇF bünyesinde yer alan, şirketin bağımsız denetimden geçmiş TFRS'ye uygun 30.06.2023 tarihli mali tablolarında konsolidasyona tabi olan **dört adet bağlı ortaklığı** bulunmaktadır:

OÇF Bağlı Ortaklıkları	Ortaklık Oranı
Cimpor Romania Terminal SRL	%100,0
Adana Çimento Sanayi ve Ticaret Ltd.	%100,0
Adana Çimento Free Port Ltd.	%100,0
Marmara Madencilik San. ve Tic. Ltd. Şti	%98,9

OÇF bağlı ortaklıklarından Marmara Madencilik San. ve Tic. Ltd. Şti.'nin aktif faaliyetleri bulunmamaktadır. Diğer üç bağlı ortaklığın ise toplam FAVÖK tutarı içerisinde analiz edildiğinde faaliyetlere katkılarının sınırlı olduğu anlaşılmaktadır. OÇF yönetimi tarafından paylaşılan iş planları içerisinde Bağlı Ortaklıklar için detay bulunmamaktadır. OÇF için öngörülen satış büyümesi ve karlılık projeksiyonları dikkate alınarak Bağlı Ortaklıkları'nın FAVÖK içerisinde payları tahmin edilmiş ve Gelir Yaklaşımı kapsamındaki değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Brüt Kar (m TL)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>OÇF*</b>	<b>3.709</b>	<b>7.271</b>	<b>6.269</b>	<b>8.959</b>	<b>11.144</b>	<b>12.826</b>
<b>Bağlı Ortaklıklar ve Eliminasyonlar</b>						
<i>Cimpor Romania Terminal SRL</i>	2					
<i>Marmara Madencilik San. ve Tic. Ltd. Şti.</i>	-					
<i>Adana Çimento Sanayi &amp; Adana Çimento Free Port</i>	0					
<i>Bağlı Ortaklık Konsolidasyon Eliminasyonları</i>	(4)					
<b>Bağlı Ortaklıklar ve Eliminasyonlar, net</b>	<b>(2)</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>62</b>
<b>OÇF Konsolide</b>	<b>3.708</b>	<b>7.296</b>	<b>6.294</b>	<b>9.003</b>	<b>11.187</b>	<b>12.888</b>
<i>Bağlı Ortaklıkların Konsolide Brüt Kardaki Payı %</i>	<i>(%0,0)</i>	<i>%0,3</i>	<i>%0,4</i>	<i>%0,5</i>	<i>%0,4</i>	<i>%0,5</i>

(\* Amortisman dahil Bağlı Ortaklıklar'ın brüt karları ile konsolidasyon eliminasyonları hariç brüt kar tutarlarıdır.)

OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.

Gizli ve Özel

PwC

20 Kasım 2023

14

# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (4/7)

## OYAK Denizli Çimento Bünyesinde Yer Alan Bağılı Ortaklıklar

Şirket Yönetimi'nin paylaşmış olduğu bilgiler kapsamında TFRS'ye uygun 30.06.2023 tarihli mali tablolarında konsolidasyona tabi olan, direkt olarak ODÇ'nin iştirak ettiği (OÇF üzerinden dolaylı iştirak edilen bağılı ortaklıklar dışında kalan) bağılı ortaklıkları aşağıdaki gibidir:

OÇF Bağılı Ortaklıkları	Efektif Ortaklık Oranı
Cimpor Cameroun SA	%70,0
Oyak Çimento Enerji A.Ş.	%100,0
Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	%74,4

ODÇ bağılı ortaklıklarından Oyak Çimento Enerji A.Ş. faaliyetlerinin limitli olmasından dolayı konsolidasyona dahil edilmemiştir.

Cimpor Cameroun SA, ODÇ çatısı altında Kamerun'da gerçekleştirilecek çimento tesisi yatırımları için kurulmuş bir şirkettir. 31 Ağustos 2023 tarihinde ODÇ, Cimpor Cameroun SA hisselerini OYAK Çimento ve Beton faaliyetlerinin çatı şirketi olan Cimpor Global Holdings'in iştiraki olan Cimpor Portugal Holdings'e devretmiştir. Bu işlem neticesinde ODÇ hakim ortağı olan Cimpor Global Holdings'e 31.08.2023 itibarıyla **98m EUR** olan borcunu **36m EUR** seviyesine indirmiştir.

ODÇ Yönetimi tarafından iletilen bilgilere göre, 31.08.2023 itibarıyla Cimpor Cameroun'un ODÇ'deki hisselerinin, ilişkili taraf olan Cimpor Portugal Holdings'e **1.7m EUR** hisse bedeli karşılığında devredilmesine karar verilmiştir. Satış bedelinin 31 Aralık 2023 tarihinden önce tahsil edilmesi beklenmektedir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın açıkladığı 31 Ağustos 2023 tarihli EUR/TL alış kuru dikkate alındığında satış bedeli TL cinsinden **50m TL** olarak hesaplanmaktadır.

# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (5/7)

## Geçmiş Dönem Mali Tablolarında Yapılan Düzeltmeler

Çalışmamız kapsamında Net Varlık Yöntemi için ODÇ'nin 30.06.2023 tarihli konsolide mali tabloları kullanılırken, geçmiş dönemlerde gelir yaratan şirketin Denizli Çimento olmasından, 30.06.2023 tarihi itibarıyla ODÇ'nin net borçluluk ve işletme sermayesi seviyesini ODÇ'den bağımsız olarak yansıtmamasından ve Birleşecek Şirketler'den olan ODÇ'nin mali tablo etkisinin elimine edilmesinden dolayı; Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ve Borsa Yaklaşımı için ODÇ etkisinden arındırılmış konsolide ODÇ mali tabloları kullanılmıştır.

Birleşecek Şirketler'in değerleme çalışmasında kullanılan 2020-1Y23 arası geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve finansal veriler gerekli görülen yerlerde düzeltmelere tabi tutulduktan sonra değerleme çalışmalarında dikkate alınmıştır. Bu kapsamda geçmiş dönem mali tablolarında düzeltmeler **Kira Giderleri** ve **Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / (Giderler)** olmak üzere 2 ana başlık altında yapılmıştır.



Birleşecek Şirketler'in; OÇF için konsolide ve ODÇ için OÇF etkisinden arındırılmış konsolide gelir tablolarında esas faaliyet karının bir parçası olarak "Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler" altında sınıflanan öğeler arasında, operasyonel olmayan/finansal nitelikli gelirler/giderler ayrıştırılmıştır. Buna ek olarak operasyonel olan fakat tek seferlik oluşan ve projeksiyon döneminde devam etmeyecek gelirler/giderler değerleme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

m TL	2020	2021	2022	1Y23	2020	2021	2022	1Y23
<b>Şirketler</b>	<b>Oyak Çimento Fabrikaları</b>				<b>Oyak Denizli Çimento*</b>			
Satışlar (Kombine - Dahili İşlemler Dahil)	3.280	5.261	14.642	10.390	307	512	1.548	1.037
SMM (Kombine - Dahili İşlemler Dahil)	(2.553)	(3.939)	(10.716)	(6.873)	(235)	(356)	(1.002)	(594)
<b>Brüt Kar</b>	<b>726</b>	<b>1.322</b>	<b>3.927</b>	<b>3.516</b>	<b>72</b>	<b>156</b>	<b>546</b>	<b>442</b>
Brüt Kar Marjı (%)	%22,1	%25,1	%26,8	%33,8	%23,3	%30,5	%35,3	%42,6
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>(203)</b>	<b>(255)</b>	<b>(448)</b>	<b>(319)</b>	<b>(21)</b>	<b>(23)</b>	<b>(43)</b>	<b>(23)</b>
<b>Pazarlama Giderleri</b>	<b>(22)</b>	<b>(31)</b>	<b>(68)</b>	<b>(54)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(4)</b>	<b>(3)</b>
<b>Araştırma ve Geliştirme Giderleri</b>	<b>(8)</b>	<b>(10)</b>	<b>(21)</b>	<b>(19)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>-</b>	<b>(0)</b>
<b>Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/(Giderler), net</b>	<b>34</b>	<b>(16)</b>	<b>64</b>	<b>(9)</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>63</b>	<b>92</b>
Operasyonel Kur Farkı Gelirleri / (Giderleri), net	12	(16)	54	(43)	(1)	(9)	3	(13)
Rödövens Gelirleri	-	-	-	-	16	22	52	44
Hurda ve Malzeme Satış Karı	7	13	10	11	0	4	6	1
Kira Gelirleri	-	-	-	-	2	2	2	4
Vade Farkı ve Vadeli Satışlardan Faiz Geliri	9	6	12	5	-	-	-	-
Diğer Operasyonel Gelirler	28	9	21	29	4	2	2	58
Diğer Operasyonel Giderler	(6)	(4)	(6)	(4)	(0)	(1)	(1)	(2)
UFRS 16 - Kira Giderleri**	(17)	(24)	(27)	(7)	-	-	-	-
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>526</b>	<b>1.011</b>	<b>3.452</b>	<b>3.115</b>	<b>71</b>	<b>151</b>	<b>563</b>	<b>508</b>
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı (%)	%16,0	%19,2	%23,6	%30,0	%23,1	%29,6	%36,4	%49,0

(\*) 2020-2022 dönemleri Denizli Çimento T.A.Ş.'nin, 1Y23 dönemi ise Denizli Çimento ile Oyak Çimento'nun birleşmesi sonrası oluşan Oyak Denizli Çimento A.Ş.'nin OÇF etkisinden arındırılmış konsolide mali tablolarını yansıtmaktadır.  
(\*\*) Kira giderleri Gelir Yaklaşımı için hesaplanan FAVÖK'e dahil edilirken benzer şirketlerin raporlanan FAVÖK'leri ile tutarlı kalmak amacıyla Piyasa Yaklaşımı kapsamında çarpanlara uygulanan ortalama FAVÖK hesaplamasına dahil edilmemiştir.



# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (6/7)

## Geçmiş Dönem Mali Tablolarında Yapılan Düzeltilmeler (Devam)

**İşletme Sermayesi Düzeltmeleri:** Birleşecek Şirketler'in geçmiş dönem mali tabloları incelenmiş ve raporlanan işletme sermayesi içinde sınıflanmış, direkt olarak faaliyetlerle ilişkisi olmayan bakiyeler net borçluluk hesaplamasına sınıflanarak düzeltilmiştir. Böylece Birleşecek Şirketler'in projeksiyonları hazırlanırken geçmişte gerçekleşmiş normalize işletme sermayesi yapısı baz alınarak tahminler gerçekleştirilmiştir.

**Net Borçluluk Düzeltmeleri:** Esas olarak işletme sermayesi varlıkları ve yükümlülükleri içinden net borçluluk hesaplamasına sınıflanmış bakiyeleri ifade etmektedir. Bu bakiyeler Birleşecek Şirketler'in toplam hisse değerlerine ulaşılırken net nakit/borç tutarı içinde dikkate alınmıştır.

Birleşecek Şirketler'in Gelir Yaklaşımı kapsamındaki net borç tutarlarına kiralama işlemlerinden kaynaklanan varlıklar ve yükümlülükler dahil edilmemiş olup kiralama işlemlerinden doğan nakit çıkışları FAVÖK içerisinde değerlemeye konu edilmiştir. Piyasa Yaklaşımı kapsamında ise kullanım hakkı varlıkları ile kiralama işlemlerinden kaynaklanan kısa ve uzun vadeli yükümlülükler net borç hesaplamasına dahil edilmiştir.

## Vergi Varlıkları

Gelir Yaklaşımı kapsamında Birleşecek Şirketler için yapılmış değerlendirme çalışmalarında şirketlerin değerlendirme tarihi itibarıyla hak kazanmış oldukları ve değerlendirme çalışması nezdinde "vergi varlığı" olarak nitelendirilebilecek faydaların üç ana başlık altında toplanabildiği anlaşılmaktadır:

- Kurumlar vergisi matrahından indirilebilir geçmiş yıl mali zararları
- Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32/8 maddesi kapsamında üretim ve ihracattan elde edilen kazançlara uygulanan %1 indirimli kurumlar vergisi
- 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32/A maddesi kapsamında faydalanılan yatırım teşvikleri

*Birleşecek Şirketler için yapılan değerlendirme çalışmaları kapsamında kurumlar vergisi matrahını azaltıcı etkisi olacağı anlaşılan söz konusu vergi varlıklarının yıllara sair nasıl kullanılabileceğine dair yönetimin vermiş olduğu bilgiler dahilinde bir projeksiyon yapılmıştır. Projeksiyon çalışması kapsamında Birleşecek Şirketler'in FVÖK seviyesindeki karları vergi matrahı olarak dikkate alınmıştır. Hesaplanan tutarlar özsermaye maliyeti ile iskonto edilerek çalışmamızda yer almıştır. Vergi varlığına yol açan teşviklerin miktar ve içeriğine ilişkin bilgiler Birleşecek Şirketler'in ilgili bölümlerinde paylaşılmaktadır.*

# Rapor İncelenirken Dikkate Alınması Gereken Konular (7/7)

## Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller ile Direkt Olarak Faaliyetlerde Kullanılmayan Sabit Kıymetlerin Değerlemesi

Birleşecek Şirketler'in; yatırım amaçlı olarak sınıflandırılan gayrimenkullerinin ve sabit kıymet içerisinde bulunan ancak direkt olarak faaliyetlerde kullanılmadığı anlaşılan, faaliyete katkı vermediğine kanaat getirilen kısımları için amortisman gideri de ayrılmayan arsa ve arazilerinin gerçeğe uygun değerleri, her yıl SPK'nın yetkilendirdiği bağımsız değerlendirme firmaları tarafından tahmin edilmektedir. Söz konusu varlıkların yeniden değerlemeleri için yapılan çalışmalar sadece ODÇ'nin TFRS ile uyumlu mali tablolarına yansıtılmaktadır. ODÇ'nin sahibi olduğu ve değerlendirme kapsamına giren varlıklar 30 Haziran 2023 tarihli TFRS ile uyumlu ODÇ mali tablolarında 2022 yıl sonunda tahmin edilmiş değerleri üzerinden durmaktadır. OÇF'nin varlıkları için yapılan değerlendirme çalışmaları ise SPK'nın finansal raporlama hükümleri uyarınca hazırlanan mali tablolarına yansıtılmamakta ve gayrimenkullerin makul değerleri sadece yönetim nezdinde takip edilmektedir.

Çalışma kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkuller ve sabit kıymetler içerisinde bulunup faaliyetlere aktif olarak katkıda bulunulmadığı düşünülen arsa ve araziler için "TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş." tarafından hazırlanan raporlar ve "Lal Gayrimenkul Değerleme ve Müşavirlik A.Ş." tarafından hazırlanan raporlarda hesaplanan gerçeğe uygun değerler dikkate alınmıştır ve bu değerlerin 30 Haziran 2023 tarihindeki piyasa değerini yansıttığı kabul edilmiştir.

*Değerleme çalışmalarının doğruluğu PwC tarafından incelenmemiştir. Bu nedenle ilgili çalışmalarda yapılan tespitlere dair PwC sorumluluk kabul etmemektedir.*

## Doğal Afet

6 Şubat 2023 tarihinde Kahramanmaraş merkezli yaşanan, pek çok ilimizi etkileyen ve tüm ülkemizi sarsan depremlerin ("Doğal Afet") yarattığı olumsuzluklar nedeniyle 8 Şubat 2023 tarihli 32098 sayılı Resmi Gazete uyarınca Adana, Adıyaman, Diyarbakır, Gaziantep, Hatay, Kahramanmaraş, Kilis, Malatya, Osmaniye ve Şanlıurfa illerinde üç ay süreyle olağanüstü hal ilan edilmesine karar verilmiştir.

*Doğal Afet'in bütün ülke ekonomisini ve dolayısıyla Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlerin finansal performanslarını direkt ya da dolaylı yoldan etkileyebileceği beklenmektedir. Doğal Afet ile ilgili ülke genelinde yaşanabilecek yeni gelişmelerin, ekonomik etkilerin ve Birleşecek Şirketler Yönetimleri'nin alabileceği yeni kararlar değerlendirme sonuçlarında değişikliğe neden olması muhtemeldir.*

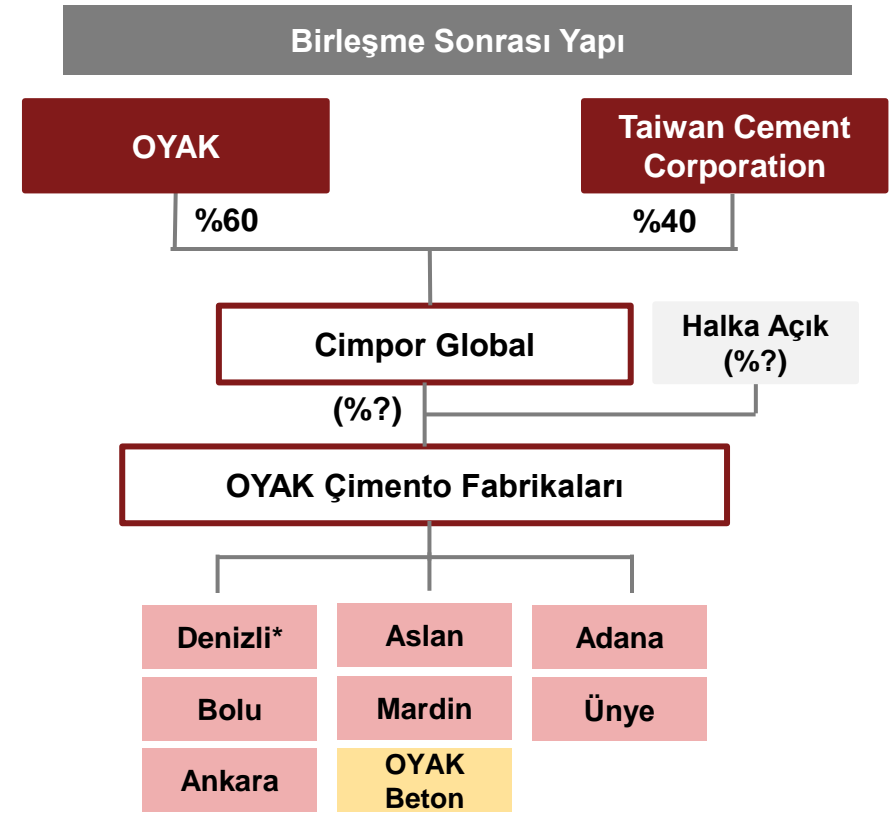
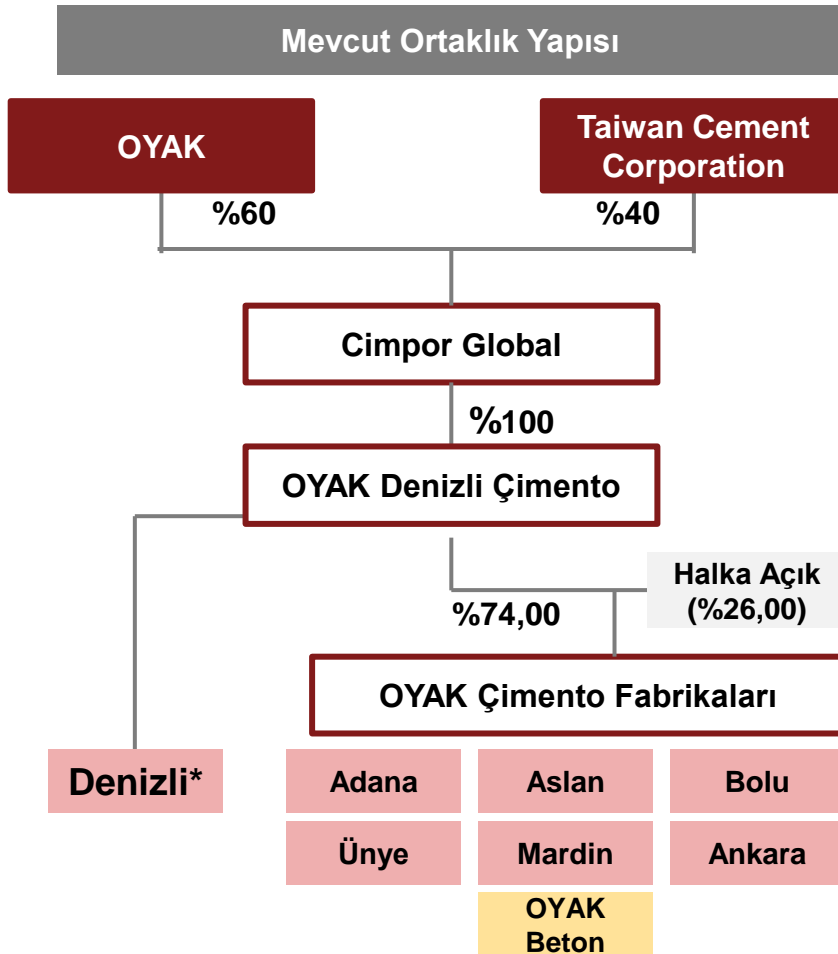
OÇF'nin Doğal Afet bölgesinde bulunan Adana'da ve bölgeye yakın konumda bulunan Mardin'de üretim tesisleri bulunmaktadır. 6 Şubat 2023 tarihinde yaşanan Doğal Afet'in OÇF operasyonları üzerinde önemli bir etkisi olmadığı OÇF yönetimi tarafından teyit edilmiştir. Doğal Afet bölgesindeki yeniden yapılanmanın çimento talebinde artışa neden olabileceği düşünülmekle birlikte OÇF'nin operasyonlarına olan net etkisi değerlendirme çalışması itibarıyla henüz net bir şekilde ölçülememektedir.



# Çalışma Özeti

# Çalışmanın Amacı

Mevcut durumda OYAK'ın Türkiye çimento ve beton faaliyetleri OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. ve OYAK Denizli Çimento A.Ş. isimli iki tüzel kişilik altında faaliyet göstermektedir. Birleşme sonrasında üretim faaliyetlerinin OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş. isimli tek tüzel kişilik altında devam etmesi planlanmaktadır.






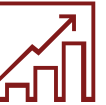
■ Beton şubesi

■ Entegre çimento fabrikası

(\*) Entegre çimento fabrikası ve beton şubesi

# Seçilen Yöntemler ve Gerekçeleri

Birleşecek Şirketler'in değerlendirme çalışmalarında 4 yöntem dikkate alınmıştır. Birleşecek Şirketler'in makul değerleri tahmin edilirken Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ve Borsa Yaklaşımı'na sırasıyla **%50**, **%30** ve **%20** ağırlık verilmiştir. Birleşecek Şirketler'in makul değerleri tahmin edilirken Net Varlık Yaklaşımına sonuçlarına ağırlık verilmemiştir.

Değerleme Yöntemleri	Verilen Ağırlık	Yöntemin Seçilme Gerekçesi
<b>Gelir Yaklaşımı</b> 	<b>%50</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Birleşecek Şirketler'in geleceğe dair nakit akımı potansiyellerini en iyi yansıtan yöntem olması nedeniyle <b>%50</b> oranında ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.</li></ul>
<b>Piyasa Yaklaşımı</b> 	<b>%30</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Birleşecek Şirketler ile finansal ve operasyonel olarak benzer yapıda ve doğrudan rakibi konumunda olan birçok Türk şirketi halka açıktır. 2022 ve 2023 yıllarında ODÇ ve OÇF'nin karlılık performansını olumlu etkileyen ve sürdürülebilir olmadığı anlaşılan piyasa koşullarının halka açık şirketlerin finansal performansları üstünde de etkili olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca, söz konusu dönemlerde Türkiye'de halka açık şirketlerin hisse değerlerinin geçmiş dönemlere kıyasla yüksek derecede oynaklık gösterdiği gözlemlenmektedir. Halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları üzerinde etkili olabilecek bu faktörler dikkate alınarak Piyasa Yaklaşımı'na <b>%30</b> ağırlık verilmiştir.</li></ul>
<b>Net Varlık Yaklaşımı</b> 	<b>%0</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Net Varlık Yaklaşımı faaliyetlerine devam etmesi önünde engeller bulunan, makul bir seviyede nakit akımlarının tahmin edilmesinin mümkün olmadığı ya da henüz faaliyetlerine başlamamış (yatırım aşamasında) şirketlerin değerlendirme çalışmalarında yoğunlukla kullanılan bir yöntemdir. Birleşecek Şirketler sermaye yoğun ancak karlı ve ortalama getirisi yüksek faaliyetler yürütmektedir. Şirketler'in geleceğe dönük nakit akımları makul bir güven seviyesinde ve geçmiş finansal performans ile ilişkilendirilerek tahmin edilebilmektedir. Net Varlık Yaklaşımı'na, yüksek enflasyonun etkili olacağı varsayılan projeksiyon dönemindeki getiri potansiyelini dikkate almıyor olması sebebiyle, değerlendirme çalışmasında ağırlık verilmemiştir.</li></ul>
<b>Borsa Yaklaşımı</b> 	<b>%20</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>OÇF'nin halka açık olmasını, BIST-50 endeksi içerisinde yer almasını, likidite-işlem hacmini, yatırımcı profilini ve makroekonomik gelişmeleri dikkate aldığımızda birleşme işlemi KAP'a açıklanmasından önceki son 3 aylık ortalama piyasa değerlerine göre hesaplanan Borsa Yaklaşımı sonuçlarının birleşmede kullanılmasına karar verilmiştir. Öte yandan, fiyat oynaklığı ve ODÇ'nin halka açık olmamasından dolayı farklı bir metodoloji kullanılması dikkate alınarak Borsa Yaklaşımı'na <b>%20</b> ağırlık verilmiştir.</li></ul>

# Birleşme Oranı

Birleşecek Şirketler'in hisse değerleri, 4 değerlendirme yönteminden gelen sonuçlar ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.

İlgili hisse değerlerinin, birleşmeye konu olan paylara denk düşen kısmı baz alınarak değerlendirme yöntemlerine göre birleşme oranları hesaplanmıştır.

## Hisse Değerleri ve Birleşme Oranı Hesaplaması

Yöntemlerin Ağırlıkları	%50	%30	%0	%20	
<b>Hisse Değerleri (m TL)</b>	<b>Gelir Yaklaşımı</b>	<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>Net Varlık Yaklaşımı</b>	<b>Borsa Yaklaşımı</b>	<b>Makul Değer</b>
OÇF	35.047	29.586	15.372	44.261	35.252
ODÇ (a+b)	29.554	23.873	16.181	34.798	28.898
(a) - OÇF Payı hariç ODÇ Değeri	3.461	1.846		1.846	2.654
(b) - OÇF Payı (%74,45) Değeri	26.092	22.027		32.952	26.245
<b>Birleşme Oranları (m TL)</b>	<b>Gelir Yaklaşımı</b>	<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>Net Varlık Yaklaşımı</b>	<b>Borsa Yaklaşımı</b>	<b>Seçilen Yöntem</b>
OÇF	Hisse Değeri: 35.047 Birleşme Oranı: %91,01	Hisse Değeri: 29.586 Birleşme Oranı: %94,13	Hisse Değeri: 15.372 Birleşme Oranı: %76,45	Hisse Değeri: 44.261 Birleşme Oranı: %96,00	Hisse Değeri: 35.252 Birleşme Oranı: %93,00
(a) - OÇF Payı hariç ODÇ Değeri	3.461 %8,99	1.846 %5,87	4.736 %23,55	1.846 %4,00	2.654 %7,00
<b>Toplam</b>	<b>38.508 %100,00</b>	<b>31.432 %100,00</b>	<b>20.108 %100,00</b>	<b>46.107 %100,00</b>	<b>37.905 %100,00</b>

Birleşecek Şirketler'in makul hisse değerleri; Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı, Net Varlık Yaklaşımı ve Borsa Yaklaşımı kullanılarak ve her yaklaşım sonucu belirtilen oranlarla ağırlıklandırılarak tahmin edilmiştir.

Oyak Denizli Çimento, Oyak Çimento Fabrikaları'nın geri alınmış ve nominal değeri **6.935.220 TL** olan payları üzerinden dolaylı sahiplik oranı da dikkate alındığında, Oyak Çimento Fabrikaları hisselerinin efektif olarak %74,45'ini elinde bulundurmaktadır. Bu nedenle ODÇ'nin toplam hisse değerine OÇF'nin her bir yöntem için hesaplanan hisse değerinin %74,45'i eklenmiştir. Birleşme oranlarının hesaplanması için baz alınan ODÇ hisse değerlerinde ise OÇF hisse değerlerinin %74,45'i dahil edilmemiştir.

Birleşme için kullanılacak birleşme oranı **%92,999198** olarak hesaplanmıştır.

# Sermaye Artırım Tutarı ve Değişim Oranları

Devrolan ODÇ'nin birleşmeye konu olan hisseleri ile, devralan şirket olan OÇF'nin hisseleri arasındaki değişim oranı, adil ve makul birleşme oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır.

## Sermaye Artırımı ve Değişim Oranları

Yöntemlerin Ağırlıkları	%50	%30	%0	%20	
<b>Birleşme Oranı</b>	<b>Gelir Yaklaşımı</b>	<b>Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>Net Varlık Yaklaşımı</b>	<b>Borsa Yaklaşımı</b>	<b>Seçilen Yöntem</b>
OÇF	%91,011267	%94,127264	%76,447968	%95,996411	%92,999198
ODÇ	%8,988733	%5,872736	%23,552032	%4,003589	%7,000802
<b>Toplam</b>	<b>%100,000000</b>	<b>%100,000000</b>	<b>%100,000000</b>	<b>%100,000000</b>	<b>%100,000000</b>
<b>Değişim Oranı</b>	<b>Sermaye* (m TL) Oran</b>	<b>Sermaye* (m TL) Oran</b>	<b>Sermaye* (m TL) Oran</b>	<b>Sermaye* (m TL) Oran</b>	<b>Sermaye* (m TL) Oran</b>
OÇF	1.153 1,000000	1.153 1,000000	1.153 1,000000	1.153 1,000000	1.153 1,000000
ODÇ	114 0,024321	72 0,015364	355 0,075863	48 0,010270	87 0,018537
<b>Sermaye Artırımı (m TL)</b>					
OÇF Mevcut Ödenmiş Sermaye	1.160	1.160	1.160	1.160	1.160
Sermaye Artırımı	114	72	355	48	87
<b>Ulaşılabilecek Nihai Sermaye (a+b)</b>	<b>1.274</b>	<b>1.232</b>	<b>1.515</b>	<b>1.208</b>	<b>1.247</b>

- OÇF'nin birleşmeye girecek hissedarları seçilen yönteme göre **1 OÇF hissesi** karşılığında, birleşme sonrası **1,00000** OÇF hissesi alacaktır.
- Birleşme İşlemi çerçevesinde ODÇ'nin, pay sahiplerine sahip oldukları her **1 TL ODÇ** payına (toplam 1 TL (Bir Türk Lirası) nominal değerli) karşılık **0.018537 TL**'ye denk gelen OÇF payı verilecektir. Bir başka deyişle, **1 ODÇ** hissesi, birleşme sonrası **1,8537 adet OÇF** hissesi alacaktır.

(\*) OÇF'nin ODÇ hissedarları için arttırması gereken sermaye tutarının belirlenmesinde kullanılan 1.153m TL tutarındaki ödenmiş sermayesi; 30 Haziran 2023 itibarıyla 1.160m TL değerindeki kayıtlı ödenmiş sermayesinden OÇF'nin mali tablolarında öz kaynağın altında gösterimi yapılan 7m TL nominal değerli geri alınmış paylarının düşülmesi sonrası hesaplanmıştır.

# Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı ve Detaylı Değişim Oranı Hesaplaması

Birleşme İşlemi çerçevesinde ODÇ'nin, pay sahiplerine sahip oldukları her **1 TL ODÇ** payına (toplam 1 TL (Bir Türk Lirası) nominal değerli) karşılık **0.018537 TL**'ye denk gelen OÇF payı verilecektir.

Artırılacak sermaye tutarı **87m TL** olup, birleşme sonrasında şirketin ödenmiş sermayesi **1.247m TL** olarak hesaplanmaktadır.

## Yöntemlerin Ağırlıkları

%50

%30

%0

%20

	Gelir Yaklaşımı		Piyasa Yaklaşımı		Net Varlık Yaklaşımı		Borsa Yaklaşımı		Seçilen Yöntem**		Birleşme Öncesi	
	Sermaye (m TL)	Pay	Sermaye (m TL)	Pay	Sermaye (m TL)	Pay	Sermaye (m TL)	Pay	Sermaye (m TL)	Pay	Sermaye (m TL)	Pay
Cimpor Global Holdings	972	%76,3283	930	%75,5224	1.213	%80,0989	906	%75,0392	945	%75,8142	858	%74,0044
Diğer (Halka Açık Kısım)	301	%23,6717	301	%24,4776	301	%19,9011	301	%24,9608	301	%24,1858	301	%25,9956
<b>Toplam</b>	<b>1.274</b>	<b>%100,0000</b>	<b>1.232</b>	<b>%100,0000</b>	<b>1.515</b>	<b>%100,0000</b>	<b>1.208</b>	<b>%100,0000</b>	<b>1.247</b>	<b>%100,0000</b>	<b>1.160</b>	<b>%100,0000</b>

m TL	Birleşme Durumu	Ödenmiş Sermaye	Hisse Değeri	Birleşme Oranı	Değişim Oranı		
OÇF	Devralan	1.160	A1	35.252	A2	%93,00	1,000000
ODÇ	Devrolan	4.682	B1	2.654	B2	%7,00	0,018537
<b>Toplam</b>				<b>37.905</b>		<b>%100,00</b>	

	Formül	Hesaplama	
OÇF Altında Birleşme Oranı (C)	A2 A2 + B2	35.252 37.905	= %92,999198
Ulaşılabilecek Sermaye (D)* (m TL)	A1* C	1.153 %92,999198	= 1.240
Artırılacak Sermaye (E) (m TL)	D - A1	1.240 - 1.153	= 87
Birleşme Oranı (ODÇ)	B2 A2 + B2	2.654 37.905	= %7,000802
1 TL Nominal Değerli ODÇ Pay için Verilecek OÇF Pay Bedeli (TL)	D * Birleşme Oranı (ODÇ) B1	1.240 * %7,000802 4.682	= 0,018537

(\* Ulaşılabilecek sermaye hesaplamasında; OÇF'nin 30 Haziran 2023 itibarıyla 1.160m TL değerindeki kayıtlı ödenmiş sermayesi 7m TL nominal değerindeki geri alınmış paylar öz kaynak tutarı düzeltmesi sonrası dikkate alınmıştır. Ulaşılabilecek nihai sermaye tutarı 1.247m TL ile tabloda hesaplanan 1.240m TL arasındaki fark geri alınmış paylardan kaynaklanmaktadır.

(\*\*) Birleşme sonrası sermaye yapısını göstermektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

20 Kasım 2023

24



# Gelir Yaklaşımı

## Oyak Çimento Fabrikaları

30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla Oyak Çimento Fabrikaları'nın hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **35.047m TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	2020	2021	2022	1Y23	2Y23	2023	2024	2025	2026	2027	DED
Net Satışlar	3.280	5.261	14.642	10.390	11.970	22.359	27.568	38.420	47.197	54.374	60.899
Değişim (%)		%60,4	%178,3			%52,7	%23,3	%39,4	%22,8	%15,2	%12,0
Satışların Maliyeti (-)	(2.553)	(3.939)	(10.716)	(6.873)	(7.858)	(14.731)	(20.894)	(29.039)	(35.587)	(41.009)	(45.930)
<b>Brüt Kar</b>	<b>726</b>	<b>1.322</b>	<b>3.927</b>	<b>3.516</b>	<b>4.112</b>	<b>7.628</b>	<b>6.675</b>	<b>9.382</b>	<b>11.609</b>	<b>13.365</b>	<b>14.968</b>
Brüt Kar Marjı (%)	%22,1	%25,1	%26,8	%33,8	%34,4	%34,1	%24,2	%24,4	%24,6	%24,6	%24,6
Faaliyet Giderleri (-)	(233)	(296)	(538)	(392)	(480)	(872)	(1.276)	(1.721)	(2.029)	(2.328)	(2.607)
Diğer Gelirler/(Giderler), net - Opr.	34	(16)	64	(9)	33	23	44	63	80	92	103
<b>FAVÖK</b>	<b>526</b>	<b>1.011</b>	<b>3.452</b>	<b>3.115</b>	<b>3.665</b>	<b>6.779</b>	<b>5.442</b>	<b>7.724</b>	<b>9.660</b>	<b>11.129</b>	<b>12.464</b>
FAVÖK Marjı (%)	%16,0	%19,2	%23,6	%30,0	%30,6	%30,3	%19,7	%20,1	%20,5	%20,5	%20,5
Diğer Gelirler/(Giderler), net	6	3	36	(322)	-	(322)	-	-	-	-	-
Amortisman (-)	(164)	(194)	(234)	(139)	(213)	(351)	(410)	(408)	(455)	(513)	(672)
<b>FVÖK</b>	<b>369</b>	<b>820</b>	<b>3.254</b>	<b>2.654</b>	<b>3.452</b>	<b>6.106</b>	<b>5.032</b>	<b>7.316</b>	<b>9.205</b>	<b>10.616</b>	<b>11.792</b>
FVÖK Marjı (%)	%11,2	%15,6	%22,2	%25,5	%28,8	%27,3	%18,3	%19,0	%19,5	%19,5	%19,4
Vergi (-)					(863)		(1.258)	(1.829)	(2.301)	(2.654)	(2.948)
Amortisman (+)					213		410	408	455	513	672
<b>Operasyonel Nakit Akımları</b>					<b>2.802</b>		<b>4.184</b>	<b>5.895</b>	<b>7.359</b>	<b>8.475</b>	<b>9.516</b>
NİS Değişimi					(168)		(761)	(1.496)	(1.198)	(982)	(892)
Yatırım Harcamaları (-)					(1.852)		(1.525)	(1.033)	(1.214)	(1.334)	(1.494)
<b>Serbest Nakit Akımları</b>					<b>781</b>		<b>1.898</b>	<b>3.365</b>	<b>4.947</b>	<b>6.159</b>	<b>7.130</b>
İskonto Oranı					%60,6		%57,3	%42,3	%25,5	%23,0	%20,5
Kısmi Dönem Etkisi					0,50		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
İskonto Faktörü					0,89		0,63	0,42	0,31	0,25	0,25
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>					<b>694</b>		<b>1.194</b>	<b>1.415</b>	<b>1.557</b>	<b>1.560</b>	<b>21.286</b>
<b>m TL</b>	<b>30.06.2023</b>										
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.420										
Devam Eden Dönem	21.286										
<b>Şirket Değeri</b>	<b>27.706</b>										
Net Nakit / (Finansal Borç)	1.811										
<b>Hisse Değeri</b>	<b>29.517</b>										
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>											
Vergi Varlığı	281										
Gayrimenkul Değer Değişimi	5.249										
<b>Düzeltilmiş Hisse Değeri</b>	<b>35.047</b>										

# Gelir Yaklaşımı

## Oyak Denizli Çimento

30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla Oyak Denizli Çimento'nun hisse değeri Gelir Yaklaşımı'na göre **29.554m TL** olarak tahmin edilmektedir.

m TL	2020	2021	2022	1Y23	2Y23	2023	2024	2025	2026	2027	DED
Net Satışlar	307	512	1.548	1.037	1.303	2.340	2.826	3.952	4.887	5.637	6.314
Değişim (%)		%66,7	%202,5			%51,1	%20,8	%39,9	%23,7	%15,3	%12,0
Satışların Maliyeti (-)	(235)	(356)	(1.002)	(594)	(638)	(1.233)	(1.890)	(2.641)	(3.264)	(3.763)	(4.215)
<b>Brüt Kar</b>	<b>72</b>	<b>156</b>	<b>546</b>	<b>442</b>	<b>665</b>	<b>1.107</b>	<b>937</b>	<b>1.311</b>	<b>1.623</b>	<b>1.874</b>	<b>2.098</b>
Brüt Kar Marjı (%)	%23,3	%30,5	%35,3	%42,6	%51,0	%47,3	%33,1	%33,2	%33,2	%33,2	%33,2
Faaliyet Giderleri (-)	(22)	(25)	(47)	(26)	(46)	(72)	(107)	(143)	(168)	(193)	(216)
Diğer Gelirler/(Giderler), net - Opr.	21	21	63	92	66	158	94	131	162	187	210
<b>FAVÖK</b>	<b>71</b>	<b>151</b>	<b>563</b>	<b>508</b>	<b>685</b>	<b>1.193</b>	<b>924</b>	<b>1.299</b>	<b>1.617</b>	<b>1.868</b>	<b>2.093</b>
FAVÖK Marjı (%)	%23,1	%29,6	%36,4	%49,0	%52,6	%51,0	%32,7	%32,9	%33,1	%33,1	%33,1
Diğer Gelirler/(Giderler), net	0	(4)	(2)	0	-	0	-	-	-	-	-
Amortisman (-)	(19)	(21)	(29)	(23)	(28)	(52)	(51)	(51)	(60)	(71)	(111)
<b>FVÖK</b>	<b>52</b>	<b>126</b>	<b>532</b>	<b>485</b>	<b>657</b>	<b>1.142</b>	<b>873</b>	<b>1.248</b>	<b>1.557</b>	<b>1.798</b>	<b>1.982</b>
FVÖK Marjı (%)	%16,9	%24,7	%34,4	%46,7	%50,4	%48,8	%30,9	%31,6	%31,9	%31,9	%31,4
Vergi (-)					(171)		(231)	(325)	(404)	(467)	(495)
Amortisman (+)					28		51	51	60	71	111
<b>Operasyonel Nakit Akımları</b>					<b>514</b>		<b>693</b>	<b>974</b>	<b>1.213</b>	<b>1.401</b>	<b>1.597</b>
NİS Değişimi					147		(51)	(107)	(89)	(71)	(64)
Yatırım Harcamaları (-)					(260)		(191)	(169)	(200)	(220)	(246)
<b>Serbest Nakit Akımları</b>					<b>401</b>		<b>450</b>	<b>697</b>	<b>924</b>	<b>1.110</b>	<b>1.287</b>
İskonto Oranı					%60,6		%57,3	%42,3	%25,5	%23,0	%20,5
Kısmi Dönem Etkisi					0,50		1,00	1,00	1,00	1,00	
İskonto Faktörü					0,89		0,63	0,42	0,31	0,25	0,25
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>					<b>357</b>		<b>283</b>	<b>293</b>	<b>291</b>	<b>281</b>	<b>3.841</b>

m TL	30.06.2023
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.505
Devam Eden Dönem	3.841
<b>Şirket Değeri</b>	<b>5.347</b>
Net Nakit / (Finansal Borç)*	552
<b>Hisse Değeri</b>	<b>5.899</b>
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>	
OÇF ve Cimpor Cameroun SA'nın Kayıtlı Defter Değerleri	(2.942)
Cimpor Cameroun SA'nın Satış Değeri	50
OÇF Payları Makul Değeri - Gelir Yaklaşımı	26.092
Vergi Varlığı	358
Gayrimenkul Değer Değişimi	96
<b>Düzeltilmiş Hisse Değeri</b>	<b>29.554</b>

(\*) ODÇ'nin 30.06.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş, OÇF etkisinden arındırılmış konsolide TFRS mali tablolar üzerinden hesaplanmıştır.

# Piyasa Yaklaşımı

## Oyak Çimento Fabrikaları

OÇF'nin 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla Piyasa Yaklaşımı'na göre hisse değeri **29.586m TL** tahmin edilmektedir.

m TL	30.06.2023
Enflasyona Göre Düzeltilmiş Ortalama FAVÖK (2024-2027) ŞD/FAVÖK	3.620 6,1x
<b>Şirket Değeri</b>	<b>22.259</b>
Net Nakit/(Finansal Borç)	1.811
Kiralama İşlemlerinden Varlıklar/(Yükümlülükler), net	(13)
<b>Hisse Değeri</b>	<b>24.057</b>
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>	
Gayrimenkul Değer Değişimi	5.249
Vergi Varlığı	281
<b>Düzeltilmiş Hisse Değeri</b>	<b>29.586</b>

m TL	2023	2024	2025	2026	2027
FAVÖK*		5.465	7.755	9.696	11.170
Yıllık Ortalama Enflasyon	%52,5	%48,8	%34,2	%17,3	%14,7
Ortalama TL Enflasyon		%50,6	%41,5	%25,8	%16,0
Enflasyon Faktörü		1,51	2,13	2,68	3,11
Düzeltilmiş FAVÖK (2023 Fiyatları)		3.629	3.639	3.618	3.594
<b>Düzeltilmiş Ortalama FAVÖK (2024-2027)</b>					<b>3.620</b>

### Piyasa Yaklaşımı

Geçmiş dönem finansal performanslar dikkate alındığında 2023 için beklenen FAVÖK tutar ve marjlarının sürdürülebilir olmadığına kanaat getirilmiş ve 2024 yılında FAVÖK marjının gerçekleşmesi beklenen çimento satış fiyatlarındaki düşüş sebebi ile daralacağı öngörülmüştür. 2024 yılı ve sonrasında projekte edilen FAVÖK tutarlarının ve marjlarının sürdürülebilir olduğuna kanaat getirilmiştir. 2024-2027 yılları arasında öngörülen FAVÖK tutarları enflasyondan arındırılmış ortalaması çarpan analizine konu edilmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde OÇF ile benzer faaliyet alanlarına, karlılık, borçluluk oranlarına ve operasyonel yapıya sahip karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır.

Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı" belirlenmiştir.

OÇF ile karşılaştırmaya uygun olduğuna karar verilen şirketler çarpan analizinde kullanılmıştır. Söz konusu şirketlerin değerlendirme tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK tutarları ve 30 Haziran 2023 itibarıyla son 3 aylık ortalama piyasa değerleri ile 30 Haziran 2023 tarihli ya da en yakın tarihli bilançoları kullanılarak ŞD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.

*İzlenen metoda göre değerlendirme tarihi itibarıyla dikkate alınacak uygun ŞD/FAVÖK çarpanı **6,1x** olarak tahmin edilmiştir.*

(\* Tahmini FAVÖK tutarları Gelir Yaklaşımı kapsamında projeksiyon dönemi boyunca FAVÖK içerisinde raporlanan kira giderleri tahminlerinden arındırılmıştır.

# Piyasa Yaklaşımı

## Oyak Denizli Çimento

ODÇ'nin 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla Piyasa Yaklaşımı'na göre hisse değeri **23.873m TL** tahmin edilmektedir.

m TL	30.06.2023
Enflasyona Göre Düzeltilmiş Ortalama FAVÖK (2024-2027)	607
ŞD/FAVÖK	6,1x
<b>Şirket Değeri</b>	<b>3.731</b>
Net Nakit/(Finansal Borç)	552
Kiralama İşlemlerinden Varlıklar/(Yükümlülükler), net	(0)
<b>Hisse Değeri</b>	<b>4.283</b>
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>	
OÇF ve Cimpor Cameroun SA'nın Kayıtlı Defter Değerleri	(2.942)
Cimpor Cameroun SA'nın Satış Değeri	50
OÇF Payları Makul Değeri - Piyasa Yaklaşımı	22.027
Gayrimenkul Değer Değişimi	96
Vergi Varlığı	358
<b>Düzeltilmiş Hisse Değeri</b>	<b>23.873</b>

m TL	2023	2024	2025	2026	2027
FAVÖK	924	1.299	1.617	1.868	1.868
Yıllık Ortalama Enflasyon	%52,5	%48,8	%34,2	%17,3	%14,7
Ortalama TL Enflasyon		%50,6	%41,5	%25,8	%16,0
Enflasyon Faktörü	1,51	2,13	2,68	3,11	3,11
Düzeltilmiş FAVÖK (2023 Fiyatları)	613	610	603	601	601
<b>Düzeltilmiş Ortalama FAVÖK (2024-2027)</b>					<b>607</b>

### Piyasa Yaklaşımı

Geçmiş dönem finansal performanslar dikkate alındığında 2023 için beklenen FAVÖK tutar ve marjlarının sürdürülebilir olmadığına kanaat getirilmiş ve 2024 yılında FAVÖK marjının gerçekleşmesi beklenen çimento satış fiyatlarındaki düşüş sebebi ile daralacağı öngörülmüştür. 2024 yılı ve sonrasında projekte edilen FAVÖK tutarlarının ve marjlarının sürdürülebilir olduğuna kanaat getirilmiştir. 2024-2027 yılları arasında öngörülen FAVÖK tutarları enflasyondan arındırılmış ortalaması çarpan analizine konu edilmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde ODÇ ile benzer faaliyet alanlarına, karlılık, borçluluk oranlarına ve operasyonel yapıya sahip karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır.

Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak "Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı" belirlenmiştir.

ODÇ ile karşılaştırmaya uygun olduğuna karar verilen şirketler çarpan analizinde kullanılmıştır. Söz konusu şirketlerin değerlendirme tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK tutarları ve 30 Haziran 2023 itibarıyla son 3 aylık ortalama piyasa değerleri ile 30 Haziran 2023 tarihli ya da en yakın tarihli bilançoları kullanılarak ŞD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.

İzlenen metoda göre değerlendirme tarihi itibarıyla dikkate alınacak uygun ŞD/FAVÖK çarpanı **6,1x** olarak tahmin edilmiştir.

# Piyasa Yaklaşımı

## Çarpan Analizi

Çarpanların hesaplanmasında karşılaştırılabilir şirketlerin her biri için şirket değeri ve FAVÖK tutarları raporlama para birimleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

ODÇ altında devam eden çimento ve beton üretim faaliyetleri OÇF ile aynı ülkede, aynı sektörde ve birbirine çok yakın olan piyasa koşullarında gerçekleştiği için yapılan hesaplamada OÇF ve ODÇ için aynı çarpanın kullanılması uygun görülmüştür.

### Karşılaştırılabilir Şirketler

Şirket Adı	Ülke	Para Birimleri	Şirket Değeri	FAVÖK	FAVÖK Marjı (%)	ŞD/FAVÖK (x)
			30.06.2023	30.06.2023(S12A)	30.06.2023(S12A)	30.06.2023
Holcim Ltd	İsviçre	CHF	42,606	5,062	%18	8.4x
CRH plc	İrlanda	EUR	39,786	5,459	%18	7.3x
OYAK Çimento Fabrikaları A.S.	Türkiye	TL	39,029	5,002	%29	7.8x
Heidelberg Materials AG	Almanya	EUR	18,589	3,324	%15	5.6x
Nuh Çimento Sanayi A.S.	Türkiye	TL	17,247	2,687	%27	6.4x
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	TL	11,516	2,426	%20	4.7x
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	TL	11,501	1,587	%15	7.2x
Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	Türkiye	TL	8,719	1,559	%23	5.6x
Çimentas İzmir Çimento Fabrikası Türk A.Ş.	Türkiye	TL	5,936	843	%13	7.0x
Buzzi S.p.A.	İtalya	EUR	3,550	921	%22	3.9x
Afyon Çimento Sanayi Türk A.Ş.	Türkiye	TL	3,257	540	%31	6.0x
Bastas Baskent Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	TL	3,115	383	%11	8.1x
Vicat S.A.	Fransa	EUR	2,969	542	%14	5.5x
Göltas Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	TL	2,829	646	%18	4.4x
Cementir Holding N.V.	İtalya	EUR	1,360	322	%19	4.2x

**Ortalama**

**6.1x**

**Medyan**

**6.0x**

Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde Birleşecek Şirketler ile benzer faaliyet alanlarına, karlılık, borçluluk oranlarına ve operasyonel yapıya sahip karşılaştırılabilir halka açık şirketler dikkate alınmıştır. Piyasa verilerinin objektifliğini korumak amacıyla dikkate alınan benzer şirketler herhangi bir ağırlıklandırmaya tabi tutulmamıştır. Karşılaştırmada dikkate alınacak uygun değerlendirme çarpanı olarak “Şirket Değeri (ŞD)/FAVÖK oranı” belirlenmiştir.

Birleşecek Şirketler ile karşılaştırmaya uygun olduğuna karar verilen şirketler çarpan analizinde kullanılmıştır. Söz konusu şirketlerin değerlendirme tarihi itibarıyla son 12 aylık FAVÖK tutarları ve 30 Haziran 2023 itibarıyla son 3 aylık ortalama piyasa değerleri ile 30 Haziran 2023 tarihli ya da en yakın tarihli bilançoları kullanılarak ŞD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır. Çarpan analizinde medyan ve ortalama çarpanların birbirlerine çok yakın olduğu görülmüş, dikkate alınan çarpanların arasında uç değer olarak nitelendirilebilecek bir çarpanın olmaması göz önünde bulundurularak, ortalama çarpan kullanılmıştır. *İzlenen metoda göre değerlendirme tarihi itibarıyla dikkate alınacak uygun ŞD/FAVÖK çarpanı 6,1x olarak tahmin edilmiştir.*

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.

PwC

Gizli ve Özel

20 Kasım 2023

29

# Net Varlık Yaklaşımı

## Oyak Çimento Fabrikaları

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında OÇF'nin hisse değeri **15.372m TL** olarak tahmin edilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

m TL	30.06.2023
Ödenmiş Sermaye	1.160
Sermaye Düzeltme Farkları	135
Geri Alınmış Paylar	(7)
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	(194)
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)</i>	(194)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	2
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	2
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	406
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(102)
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	5.927
Net Dönem Karı veya Zararı	2.861
<b>Net Varlık Değeri</b>	<b>10.188</b>
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>	
<i>Gayrimenkul Değer Değişimi*</i>	5.184
<b>Düzeltilmiş Net Varlık Değeri</b>	<b>15.372</b>

(\* OÇF'nin sahibi olduğu ve direkt olarak faaliyetlerinde kullanmadığı, yatırım amaçlı gayrimenkuller ile sabit kıymetler altında muhasebeleştirilmiş gayrimenkul varlıklarının 30 Haziran 2023 itibarıyla toplam piyasa değeri (5.249m TL) ile kayıtlı defter değeri (65m TL) arasındaki farkı ifade etmektedir.

### Net Varlık Yaklaşımı

OÇF'nin Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2023 tarihli SPK'nın finansal raporlama hükümleri ile uyumlu TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

OÇF için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

**Gayrimenkul Değer Değişimi:** Net Varlık Değeri'nin hesaplanmasında OÇF'nin sahibi olduğu ve direkt olarak faaliyetlerinde kullanmadığı yatırım amaçlı gayrimenkullerle sabit kıymetleri içerisinde muhasebeleştirilmiş ve direkt olarak faaliyetlerine katkısı bulunmadığı anlaşılan arsa ve arazilere ilişkin değer artışı özkaynak değerine eklenmiştir. Bilançoda yer alan net defter değeri net varlık değerini etkilediği için rayiç değer yerine değer artışı dikkate alınmıştır.

Bu yöntemle göre; 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla OÇF'nin Net Varlık Yaklaşımı kapsamındaki toplam hisse değeri **15.372m TL** olarak tespit edilmiştir.

# Net Varlık Yaklaşımı

## Oyak Denizli Çimento

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında ODÇ'nin hisse değeri **16.181m TL** olarak tahmin edilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı sonuçları Birleşecek Şirketler'in makul değerlerinin tahmin edilmesinde dikkate alınmamaktadır.

ODÇ'nin net varlık değeri hesaplamasında konsolide finansallarından OÇF'nin halka açık (ODÇ hissedarlarına ait olmayan) kontrol gücü olmayan paylar dikkate alınmamıştır.

m TL	30.06.2023
Ödenmiş Sermaye	4.682
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	3.813
<i>Maddi duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları/azalışları</i>	3.973
<i>Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları</i>	(161)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	(41)
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	(41)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	136
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(685)
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.744
Net Dönem Karı veya Zararı	1.487
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	4.093
<b>Net Varlık Değeri</b>	<b>16.228</b>
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>	
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar - OÇF Halka Açık Paylar</i>	(4.130)
<i>Cimpor Cameroun SA - Satış Karı Düzeltmesi</i>	176
<i>Gayrimenkul Değer Değişimi - OÇF*</i>	3.860
<i>Gayrimenkul Değer Değişimi - ODÇ**</i>	47
<b>Düzeltilmiş Net Varlık Değeri</b>	<b>16.181</b>

(\*) OÇF'nin sahibi olduğu ve direkt olarak faaliyetlerinde kullanmadığı, yatırım amaçlı gayrimenkuller ile sabit kıymetler altında muhasebeleştirilmiş gayrimenkul varlıklarının 30 Haziran 2023 itibarıyla toplam piyasa değeri (5.249m TL) ile kayıtlı defter değeri (65m TL) ODÇ'nin OÇF payları üzerinden sahip olduğu gayrimenkullerin değer artışı hesaplanırken ODÇ'nin OÇF'deki efektif sahiplik oranı olan %74,45 dikkate alınmıştır.

(\*\*) ODÇ'nin OÇF etkisinden arındırılmış konsolide mali tablolarında bulunan ve direkt olarak faaliyetlerinde kullanmadığı, yatırım amaçlı gayrimenkuller ile sabit kıymetler altında muhasebeleştirilmiş gayrimenkul varlıklarının 30 Haziran 2023 itibarıyla toplam piyasa değeri (96m TL) ile kayıtlı defter değeri (49m TL) arasındaki farkı ifade etmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

OYAK Çimento Fabrikaları A.Ş.  
PwC

Gizli ve Özel

### Net Varlık Yaklaşımı

ODÇ'nin Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değerinin tahmin edilmesi kapsamında 30 Haziran 2023 tarihli 30 Haziran 2023 tarihli SPK'nın finansal raporlama hükümleri ile uyumlu TMS/TFRS esas alınarak hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tablolarından elde edilen özkaynaklar tutarı dikkate alınmıştır.

ODÇ için Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınan düzeltmeleri aşağıdaki gibidir:

**Kontrol Gücü Olmayan Paylar – OÇF Halka Açık Paylar:** ODÇ Konsolidasyon kapsamında toplam özkaynaklar içinde gösterilen ve kontrol gücü olmayan paylar OÇF'nin halka açık payları Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmamıştır.

**Cimpor Cameroun – Satış Karı Düzeltmesi:** Cimpor Cameroun SA bağlı ortaklığı ODÇ'nin bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarına tam konsolide olmaktadır. **30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla Cimpor Cameroun SA'nın net varlık değeri (125)m TL seviyesindedir ve şirketin yükümlülükleri varlıklarını geçmiş durumdadır. Dolayısıyla mevcut net varlık seviyesi ile Cimpor Cameroun SA konsolide ODÇ mali tablolarının net varlık seviyesini düşürmektedir.**

ODÇ sahibi olduğu Cimpor Cameroun SA paylarının satış işlemini 31 Ağustos 2023 tarihinde **50m TL** hisse bedeli karşılığında gerçekleştirmiştir. Satış karı düzeltmesi;

1) bağlı ortaklığın mali tablolardan çıkması sonrası azınlık payları ve net varlık seviyesinde oluşacak **125m TL** değerindeki varlık artışı ve,

2) **50m TL'lik** hisse bedelinin toplanmasıyla elde edilmektedir.

**Gayrimenkul Değer Değişimi:** Net Varlık Değeri'nin tahmin edilmesinde ODÇ'nin ve OÇF'nin sahibi olduğu ve faaliyetlerinde kullanmadığı gayrimenkullerle ilişkili değer artışı özkaynak değerine eklenmiştir. Bilançoda yer alan net defter değeri net varlık değerini etkilediği için rayiç değer yerine değer artışı dikkate alınmıştır.

Bu yöntemle göre; 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla ODÇ'nin Net Varlık Yaklaşımı kapsamındaki toplam hisse değeri **16.181m TL** olarak tahmin edilmiştir.

20 Kasım 2023

31

# Borsa Yaklaşımı

## Oyak Çimento Fabrikaları

OÇF'nin Borsa Yaklaşımı, birleşme kararının kamuya açıklandığı tarih olan **14.07.2023**'ten itibaren geçmiş **3 aydaki ortalama** işlem hacmi ile ağırlıklandırılmış ortalama hisse senedi değeri dikkate alınarak birleşme öncesi OÇF ödenmiş sermayesi olan **1.160m TL** üzerinden tahmin edilmiştir. Buna göre OÇF'nin Borsa Yaklaşımı yöntemine göre hisse değeri **44.261m TL** olarak tahmin edilmektedir.

### Hisse Fiyatı ve İşlem Hacmi

60.0

50.0

40.0

30.0

20.0

10.0

0.0

	Ağırlıklı Ortalama Fiyat (TL/Lot)	Hisse Değeri (m TL)
Son 1 Ay	44,54	51.652
Son 3 Ay	38,16	44.261
Son 6 Ay	36,39	42.200
Son 12 Ay	26,07	30.236

18/07/2022 18/08/2022 18/09/2022 18/10/2022 18/11/2022 18/12/2022 18/01/2023 18/02/2023 18/03/2023 18/04/2023 18/05/2023 18/06/2023



# Borsa Yaklaşımı

## Oyak Denizli Çimento

Borsa Yaklaşımı kapsamında ODÇ'nin hisse değeri **34.798m TL** olarak tahmin edilmiştir.

m TL	30.06.2023
<b>ODÇ Düzeltmeler Öncesi Hisse Değeri - Piyasa Yaklaşımı</b>	<b>4.283</b>
<b>Hisse Değeri Düzeltmeleri</b>	
<i>OÇF ve Cimpor Cameroun SA'nın Kayıtlı Defter Değerleri</i>	(2.942)
<i>Cimpor Cameroun SA'nın Satış Değeri</i>	50
<i>OÇF Payları Makul Değeri - Borsa Yaklaşımı</i>	32.952
<i>Gayrimenkul Değer Değişimi</i>	96
<i>Vergi Varlığı</i>	358
<b>ODÇ Düzeltilmiş Hisse Değeri - Borsa Değeri</b>	<b>34.798</b>

Değerleme tarihi itibarıyla ODÇ halka açık değildir ve hisseleri borsada işlem görmemektedir.

Bu nedenle ODÇ'nin Borsa Yaklaşımı kapsamında düzeltilmiş hisse değerinin tahmin edilmesi için Piyasa Yaklaşımı ile halka açık şirketlerin verilerinden oluşan çarpanlar baz alınarak tahmin edilen ODÇ hisse değerine OÇF'nin Borsa Yaklaşımı ile tahmin edilen hisse değeri %74,45 (ODÇ'nin OÇF'deki efektif payı) ile çarpılarak eklenmiştir.



# Ekler





